

Rettsvern ved registrerte finansielle instrumenter

Kandidatnummer: 444

Veileder: Professor Trygve Bergsåker

Leveringsfrist: 25.4.2006

Til sammen 15 471

25.4.2006

Rettsvern ved registrerte finansielle instrumenter.

1. Innledning.....	4
1.1 Presentasjon av oppgavens tema og problemstillinger.	4
1.2 Avgrensninger og presiseringer.	4
1.3 Rettskildene.	5
1.4 Videre fremstilling	5
1.5 Særlig om hensyne til regulering av verdipapirhandelen og verdipapirmarkedet.	6
2. Generelt om børs- og verdipapirretten.....	7
2.1 Instrumenter, marked og aktører.	7
2.2 Nærmere om Verdipapirsentralen	9
2.3 Særlig om verdipapirforetakene	10
2.4 Verdipapirhandel, oppgjør og oppgjørssystemet VPO.	11
2.5 Verdipapirmarkedets hovedfunksjoner og hensyn bak reguleringen.	14
3. Oppgjør i verdipapirhandelen.....	15
3.1 Oppgjør av penger og verdipapirer.	15
3.2 De ulike transaksjonsformene/oppgjørsformene.....	15
3.3 Oppgjør gjennom verdipapirforetak.....	16
3.4 Rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler.	16
4. Parter og rettighetskollisjoner i verdipapirhandelen... 	17
4.1 Partsrelasjonene.....	17
4.2 De ulike rettighetskollisjonene.....	19
5. Rettsvern.....	19
5.1 Utgangspunktet. Registrering av rettigheter i finansielle instrumenter.....	19
5.2 Rettsvern og registrering	21
5.3 Etablering av rettsvern.	22
5.4 Rettsvernakten.	23
5.5 Rettsvirkningen rettsvern.	24
5.6 Tidspunkt for etablering av rettsvern	25
5.7 Rettsvernspørsmålene.....	26
5.8 Krav til god tro.	26
5.9 Ekstinksjon og prioritet.	28
5.10 Ulike hensyn bak registrering av rettigheter i rettsvernssystemer.....	30
5.11 Kontosystemet og innføringer i registeret.....	31
6. Individualisering av fordringene.....	32
6.1 Generelt om generiske og individuelt bestemte ytelser	32
6.2 Gjeldende rett	32
6.3 Individualiseringstidspunktet	33
6.4 Når har skillet betydning	36

7. Særlig om kreditorer og registrerte finansielle instrumenter.	37
7.1 Utgangspunkt.	37
7.2 Særlige spørsmål vedrørende oppgjør.	38
8. Selgende meglers rettsvern.	39
8.1 Problemstillingen.	39
8.2 Selgende meglers rettsvern eller kjøperens rettsvern.	39
8.3 Kolliderende rettigheter.	41
8.4 Ulike tidspunkt for når rettsvern <i>kan</i> inntre.	41
8.5 Andre spørsmål m.h.t. rettsvernsspørsmålene.	45
9. Kjøpende meglers rettsvern.	46
9.1 Generelt om kjøpende meglers rettsvern.	46
9.2 Kjøpende meglers sikkerhetsrett.	47
9.3 Nærmere om overgivelsen.	51
9.4 Meglerens dekningsaksjon.	53
9.5 Salgsrett utover tilbakeholdstilfellene.	54
9.6 Forholdet til oppdragsgiver. Kjøpende sluttkunde.	54
10. Rettsvern for sluttkunden (e).	54
10.1 Rettsvern for kjøpende sluttkunde.	54
10.2 Rettsvern for selgende sluttkunde.	57
Litteraturliste.	58

1. Innledning.

1.1 Presentasjon av oppgavens tema og problemstillinger.

Hovedbegrunnelsen for å eie eller ha andre rettigheter i finansielle instrumenter vil være avkastning eller innflytelse eller begge deler. Når man erverver en rettighet i et finansielt instrument vil utgangspunktet være at man erverver rett etter avtalen til man avhender eller kravet bortfaller.¹ Denne oppgaven vil for en stor del dreie seg om rettsvernsspørsmål knyttet til kjøp og salg av finansielle instrumenter. Også hvorvidt det gjelder særlige regler ved konkurs og utlegg i forbindelse med registrering av verdipapirer blir behandlet.

Rettsvernsspørsmålet innebærer en grunnleggende regulering av eiendomsrett og rettigheter i finansielle instrumenter. Et av de sentrale formålene med registrering i et verdipapirregister, vil være å oppnå rettsvern for ulike transaksjoner.² Rettsvernsspørsmålet reiser problemer i flere retninger. Rettsvernsspørsmålet har også en side til kontraktsrettslige problemstillinger, blant annet knyttet til de uvanlige partsforholdene som ofte formes ved en verdipapirhandel.

Oppgaven vil ta for seg rettsvernsspørsmålet i *vid forstand*: Med rettsvern forstås i denne sammenheng den beskyttelse en rettighetshaver i et finansielt instrument har mot enhver konkurrerende rettighet. Altså ikke bare de ordinære eksitinksjonsvirkningene, men også andre regler som beskytter mot kolliderende rettigheter, som for eksempel tilbakeholdsrett. Dette medfører at rettsvernsreglene skal sikre erverver mot at avhender senere disponerer over det finansielle instrumentet med virkning for ham, og mot at avhenders kreditorer kan søke dekning for sitt tilgodehavende i instrumentene.³

1.2 Avgrensninger og presiseringer.

Rettsvernsspørsmål aktualiseres både i forhold til registrerte og uregistrerte finansielle instrumenter. Denne fremstillingen vil avgrense seg til de finansielle instrumenter som er registrert i et såkalt verdipapirregister og som reguleres av lov om registrering av finansielle instrumenter (vprl) nr. 64/2002.

¹ Bergo, Børs- og verdipapirretten s. 56

² Se Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) kap. 1.8

³ Se NOU 2005:13 Kap 12

Rettsvernsreglene i vprl. regulerer handel i verdipapirregister av så vel norske som utenlandske verdipapirer.

Av hensyn til oppgavens rekkevidde vil kun de norske finansielle instrumenter bli behandlet her. Reglene for de forskjellige finansielle instrumentene er for en stor del de samme, med ett unntak for handelen med opsjoner. Av hensyn til omfanget av oppgaven vil ikke de regler som er spesielle for opsjonshandelen bli behandlet i denne fremstillingen. Heller ikke vil det bli plass til å behandle de særlige spørsmål som oppstår i forhold til rettsvern ved forvalterregistrering i aksjer.

Bestemmelser som ikke har direkte betydning for rettsvern i finansielle instrumenter vil kun omtales i den grad disse har betydning for de rettsvernsspørsmålene som behandles her.

1.3 Rettskildene.

De sentrale rettskilder vil for det første være reglene om rettsvern og organisering av verdipapirregistre som finnes i lov om registrering av finansielle instrumenter (Verdipapirregisterloven, vprl.) som trådte i kraft 1. januar 2003. Som jeg vil komme tilbake til overlater loven for en del spørsmål, både vedrørende reguleringen av registret og registreringen, til det respektive verdipapirregister. For Verdipapirsentralen er disse bestemmelsene nedfelt i VPS' alminnelige forretningsvilkår ("Forretningsvilkårene"). Forarbeider til verdipapirregisterloven finner vi i Innst. O. nr. 47 (2001-2002), Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) og i NOU 2000:10 Om lov om registrering av finansielle instrumenter.

Videre vil en del spørsmålene som omhandles her være regulert i lov om verdipapirhandel (vphl.) nr. 47/1997. Også forarbeidene til denne loven er relevant i forhold til en del av spørsmålene da særlig NOU 1995:1.

Til sist nevnes også lov om fordringshaveres dekningsrett (dekningsloven, deknsl.) nr. 59/1984 samt lov om betalingssystemer (betalingssystemloven, betsysl.) nr. 95/1999 som vil være relevant i forhold til enkelte problemstillinger knyttet til verdipapirhandelen.

1.4 Videre fremstilling

Først vil jeg gi en innledende presentasjon av verdipapirmarkedet og verdipapirhandelen i kap. 2.

Etter en generell gjennomgang av verdipapirmarkedet vil jeg for det første se på hvilke typer rettigheter som kan registreres og verdipapirregisteret som rettsvernssystem i forbindelse med registreringene.

Videre vil et særlig spørsmål ved salg av finansielle instrumenter være, for det tilfelle at ved overlevering av verdipapirene foreligger det ikke tilstrekkelig finansielle instrumenter til å innfri inngåtte avtaler. I denne forbindelse vil jeg ta for meg spørsmålet om det skilles mellom generiske og individualiserte fordringer og dette skilleets eventuelle betydning.

Et annet sentralt emne i oppgaven vil være de spørsmål som knytter seg til rettsvern og sikkerhet ved oppgjørssrisikoen knyttet til verdipapirhandelen.

En sentral del av oppgaven vil gjelde de særlige partsforholdene og rettsvernspørsmålene som oppstår ved verdipapirhandel med verdipapirforetak som mellommenn. Disse spørsmålene vil bli behandlet i kapittel 9 og 10.

Rettsvernsreglene i lov om betalingssystemer vil kunne få betydning ved siden av rettsvernsreglene i lov om registrering av finansielle instrumenter, i tilfelle av konkurs hos en deltaker i et godkjent verdipapiroppgjørssystem. Dette vil bli omtalt i kap..

1.5 Særlig om hensynet til regulering av verdipapirhandelen og verdipapirmarkedet.

Et formål for lovgivningen som regulerer dette rettsområde er at den skal tilrettelegge for effektiv, sikker og ordnet verdipapirhandel. Dette hensynet har blitt påpekt i flere juridiske utvalg og har i den senere tid også blitt tatt inn i formålsbestemmelser, se vprl. § 1-1.

Om dette sier utvalget i NOU 2000:10 Om lov om registrering av finansielle instrumenter:

"Etter *utvalgets* syn vil viktige hensyn ved regulering av rettighetsregistrering og oppgjør av verdipapirhandel være at dette fungerer effektivt, funksjonelt og sikkert. I dette ligger bl.a. at et verdipapirregister driver kostnadseffektivt, har gode muligheter til å tilpasse seg endringer i finansmarkedene samt at oppgjør og rettighetsregistrering skjer på en slik måte at den økonomiske risikoen for aktørene begrenses" ⁴

⁴ Se NOU 2000:10 kap 9

Hensynet til sikker omsetning tilsier da at de som handler med den registrerte rettighetshaver også oppnår den posisjon de er forespeilet ut fra registreringene i systemet.⁵ Det regnes som viktig i velfungerende verdipapirmarked at transaksjoner kan gjennomføres i henhold registerets innhold, uten at det i ettertid kan gjøres innsigelser mot transaksjonen fra den som mener å være den virkelige innehaver av rettigheten.⁶ En grunnleggende forutsetning for et velfungerende marked for handel med finansielle instrumenter er at det eksisterer effektive systemer for å gjøre opp handel i instrumentene og for å holde oversikt over eierskap og andre rettigheter til aksjene.⁷

Det er for det første viktig at deltakerne i verdipapirmarkedet kan stole på at de registrerte opplysninger er korrekte. Deltakerne bør videre kunne stole på at det ikke er annen informasjon enn den som er registrert som vil ha betydning for de transaksjoner som ønskes gjennomført. Registeret vil ønskelig ha en høy grad av troverdighet.

Disse hensynene må til en viss grad avveies mot at det bør legges vekt på at registrering av rettighetsovergang og oppgjør av transaksjoner gjennomføres med en tilstrekkelig grad av hurtighet. Videre kan disse hensynene ha betydning for hvem som skal kunne foreta registreringer i systemet og på hvilken måte dette blir gjort.

2. Generelt om børns- og verdipapirretten

2.1 Instrumenter, marked og aktører.

Finansielle instrumenter defineres i Vphl. § 1-2 til omsettelige verdipapirer, herunder aksjer og obligasjoner og andre omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, finansielle terminkontrakter, fremtidige renteavtaler, rente- og valutabytteavtaler, opsjoner og varederivater

Markedet hvor de finansielle instrumenter omsettes kalles verdipapirmarkedet. Den reguleringen som dreier seg om utstedere og investorer og mellommenn, handleplass og oppgjørssystemene, herunder også registreringen kalles børns- og verdipapirretten.

⁵ Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 35

⁶ NOU 2000:10 kap. 18.1.3

⁷ NOU 2005:13 kap. 13

Det norske verdipapirmarkedet består av ulike aktører med ulike funksjoner. Regelverket på dette rettsområdet er også for en stor grad konsentrert om de institusjonene som preger verdipapirmarkedet.⁸ Her skal jeg gi en oversikt over de mest sentrale aktørene på området.

Oslo Børs. Verdipapirmarkedet for registrerte finansielle instrumenter i Norge omfatter transaksjoner foretatt både i og utenfor organiserte markeder. For aksjer og obligasjoner og andre omsettelige finansielle instrumenter med unntak av derivatene er Oslo Børs den eneste autoriserte markeds plass for slik omsetning i Norge.

For derivatene har man Norges Oppgjørssentral (NOS) og NOREX.

VPS. VPS er et rettsvernregister som har til formål å effektivisere håndteringen av verdipapirer gjennom regler om rettsvern og verdipapirhandel. VPS er i dag den eneste med konsesjon til å drive verdipapirregister med rettsvirkninger etter reglene i vprl.

Verdipapirsentralens helt sentrale funksjon i forhold til rettsvern og registrering blir behandlet mer i kap. 5, men jeg ser allerede litt nærmere på dette i pkt. 2.2.

Verdipapirforetak. Verdipapirforetakene er de primære brukerne av handelssystemene for verdipapirer. Etter hovedregelen er det kun foretak med særskilt tillatelse fra myndighetene som kan yte investeringstjenester jf. vphl. § 7-1, første ledd jf. § 1-2, første ledd nr. 1-5. Disse har viktige funksjoner i forhold ved registrering og oppgjør av handler med finansielle instrumenter. Dette kan være rene meglerforetak eller kredittinstitusjoner som på vegne av investorer eller utstedere ivaretar ulike tjenester relatert til handel av finansielle instrumenter se vphl. § 1-2 første ledd.

Kontofører investor. Kontofører fungerer som mellomledd mellom verdipapirregistre og investor eller utsteder ved at de fører VPS konti på vegne av disse i VPS. Kontofører investor kan være bank, megler eller fondsselskap. Disse har som oppgave å ivareta registreringsfunksjonen for sine investorers VPS konti. I utgangspunktet foregår all kontakt mellom VPS og investor gjennom kontofører. Men det er i "Forretningsvilkårene" kapittel 4 åpnet for at registreringsfunksjonen i enkelte tilfelle kan gjøres direkte i VPS av andre enn kontofører.⁹

⁸ Bergo, Børs- og verdipapirretten s. 15

⁹ NOU 2000:10 kap. 16

Utstedere og investorer. Et verdipapirmarked forutsetter for det første at det finnes utstedere av finansielle instrumenter. For aksjer og obligasjoner vil dette typisk være aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, sparebanker for grunnfondsbevis og obligasjoner og kredittforetak for obligasjoner. I tillegg vil det offentlige kunne være utsteder ved at det legges ut obligasjonslån, som for eksempel statsobligasjoner. For det andre må det være investorer som plasserer sine penger i de finansielle instrumentene. Investorer og utstedere er de egentlige brukerne i verdipapirmarkedet og verdipapirregisteret.

VPO-systemet er et overføringssystem for finansielle instrumenter. Der handlene er sluttet mellom verdipapirforetak, vil overføringene bare skje mot tilhørende betaling. Overføringen av de finansielle instrumentene skjer ved registreringer på VPS-konti ¹⁰

2.2 Nærmere om Verdipapirsentralen

Verdipapirsentralen (VPS) ble opprettet i 1985 og dens formål og oppgaver ble regulert gjennom Verdipapirsentralloven av 14. juni 1985 nr. 62 (Vpsl.). Etableringen av VPS innebar at de fysiske verdipapirene ble erstattet av et dokumentløst system, med registrering av verdipapirer og rettigheter til disse i VPS. Foranledningen til etableringen av VPS var en stor økning i omsetningen av verdipapirer tidlig på 1980-tallet som medførte problemer i omsetnings- og forvalterapparatet. Aksjeomsetningen økte fra 1,7 mrd. kr. i 1982 til 31,8 mrd. kr. i 1985, og obligasjonsomsetningen økte fra 5,8 mrd. kr. i 1983 til 75,9 mrd. kr. i 1985. ¹¹

01.01.2003 trådte den nye loven om verdipapirregistrering i kraft, som også gjorde om reglene for Verdipapirregistreringssentralens virksomhet. Etter den nye loven ble registreringsvirksomheten privatisert og VPS har ikke lenger rettslig monopol til å være registreringsentral for finansielle instrumenter med de rettsvirkninger som følger av loven. ¹² VPS ble et allmennaksjeselskap med konsesjon til å drive verdipapirregister. VPS er i dag det eneste verdipapirregister med konsesjon til å operer i Norge jf ovenfor.

Konsesjonskravet gjelder kun registre "..med de virkninger.." som følger av verdipapirregistreringsloven. Registreringssystemet sikrer rettsvern for erverv av registrerte finansielle instrumenter overfor hjemmelsmenn og kreditorer, og andre

¹⁰ NOU 2000:10 kap. 6.4.3.1

¹¹ .Se NOU 2000:10 Kap. 3

¹² Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 324

suksessorer/rettsetterfølgere jf. vprl. kap. 7, samt panteretter og andre begrensede rettigheter knyttet til de registrerte finansielle instrumenter. Og i flere henseende har registrering også rettsvirkninger overfor utstederen av omsettelige verdipapirer, se vprl. §§ 7-3 og 7-4. I tillegg til dette kan et verdipapirregister tilby tilknyttede tjenester til registreringsvirksomheten. Disse vil imidlertid ikke bli behandlet i denne fremstillingen da det er nettopp rettsvernsvirkningen som er kjernen i oppgavens problemstillingen.

Verdipapirregistre er helt sentrale i infrastrukturen for verdipapirmarkedet i Norge. Den primære oppgaven for et verdipapirregister å føre et offentlig register over finansielle instrumenter og eier- og rettighetsposisjoner knyttet til slike instrumenter, etter mønster fra det offentlige tinglysingssystemet. At registeret er offentlig betyr likevel ikke at offentligheten har fullt innsyn.¹³ Videre bidrar VPS i oppgjøret ved handel med de finansielle instrumentene. Endelig tilbyr VPS enkelte tilknyttede servicefunksjoner som har sammenheng med registreringsvirksomheten for øvrig.

2.3 Særlig om verdipapirforetakene

Ønsker man å handle på Oslo Børs må man gå veien om et autorisert meglerhus (børsmedlemmer). For handel i VPS er det fortsatt slik at vanlige investorer i verdipapirmarkedet, enten de er foretak eller privatpersoner kan kjøpe, selge og tegne finansielle instrumenter for egen regning uten å måtte ha tillatelse som verdipapirforetak. Dette innebærer at foretak som kun driver handel for egen regning og risiko faller utenfor konsesjonsplikten.

Ervervsmessig egenhandel som utføres av profesjonelle mellommenn i verdipapirmarkedet må derimot omfattes av konsesjonsplikt og legges under offentlig tilsyn på grunn av den mulige interessekonflikt som kan oppstå mellom foretakets egeninteresse i den enkelte transaksjon og lojaliteten overfor foretakets kunder.¹⁴ Det faller imidlertid utenfor oppgaven her å gå nærmere inn på grensene for ervervsmessig handel og reglene om konsesjon.

Som jeg skal komme tilbake til i kap. 4 vil verdipapirforetakenes deltakelse i en verdipapirhandel ofte medføre de noe spesielle partskonstellasjoner vi får enkelte henseende. Etter vphl. § 11-1 skal verdipapirforetak som hovedregel utføre handel i eget navn, slik at det får et avtaleforhold til kjøpende kunde og et avtaleforhold til selgende kunde som ofte ikke

¹³ Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 327

¹⁴ Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 150

kjenner hverandres identitet. Dette er imidlertid ikke til hinder for at det avtales med kundene at deres navn skal videre formidles og at forpliktelsene skal være mellom dem direkte¹⁵

Etter vphl. § 7-1, første ledd jf. § 1-2, første ledd nr. 1-5 kan tjenester relatert til finansielle instrumenter, såkalte "investeringstjenester" som hovedregel kun ytes av selskaper med særskilt tillatelse fra Kredittilsynet. Investeringstjenester utgjør i henhold til § 1-2 første ledd for det første megling av ordre av finansielle instrumenter på vegne av investor. Videre utgjør også egenhandel med finansielle instrumenter investeringstjenester. Aktiv forvaltning, garantistillelse og til sist markedsføring av finansielle instrumenter er også ansett som investeringstjenester etter denne bestemmelsen.

2.4 Verdipapirhandel, oppgjør og oppgjørssystemet VPO.

I et dokumentløst system vil oppfyllelse av kontrakter om rettigheter til finansielle instrumenter ikke ha annet ytre uttrykk enn at transaksjonene registreres i registeret. Dagen etter oppgjørsdag vil disse fremkomme på kjøpende investors VPS-konto. Men avtalen gjennomføres (oppfylles) ved at transaksjonen registreres i registeret som dermed oppdateres og deretter gir uttrykk for de nye rettsforholdene.¹⁶ "Oppgjør" er definert som endelige overføringer av penger eller finansielle instrumenter.¹⁷

I handel utenfor meglerapparatet avtales ofte direkte oppgjør. Verdipapirforetaket involveres ikke i selve pengeoppgjøret mellom partene. Det er i disse tilfellene opp til partene selv å avtale hvordan de vil gjøre opp handelen seg i mellom. På den annen side hvor partene velger å gjennomføre handelen med mellommenn, sin megler eller oppgjørsagent, benytter disse på lik linje med verdipapirforetakene VPO-systemet til oppgjør av handelen.

Der to forskjellige oppgjørsdeltakere er involvert i handelen, gjennomføres et koordinert oppgjør mellom oppgjørsdeltakerne i VPO. Systemet kjennetegnes av de bygger på et såkalt DvP-prinsipp (delivery vs. payment), som sikrer deltakerne med hensyn til levering av de respektives ytelser. Deltakerne i VPO-systemet er banker og Norsk Oppgjørssentral ASA (NOS). Dessuten er verdipapirforetak, norske og utenlandske, som deltar direkte i

¹⁵ Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 148

¹⁶ NOU 2000:10 kap. 18.1.1

¹⁷ Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 326

verdipapirhandelen på Oslo Børs, oppgjørsdeltakere (jf. rundskriv fra Norges Bank nr. 7, 25. august 1999).¹⁸

For handelstransaksjoner er **oppgjørsmiddagen** den dag da verdipapiroppgjøret koordineres med pengeoppgjøret gjennom Norges Bank i Verdipapiroppgjørssystemet (VPO). For konto-til-konto transaksjoner skjer overføringen av de finansielle instrumentene umiddelbart etter at denne er registrert i VPS-systemet. Pengeoppgjøret skjer etter direkte avtale mellom partene og det er intet krav at dette skjer gjennom VPO.

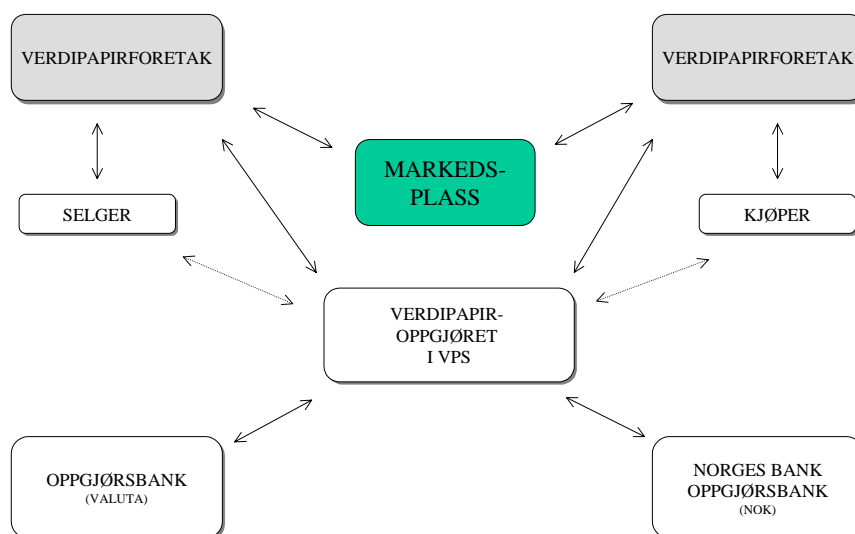
Et oppgjør gjennom megler eller oppgjørsagent forutsetter at oppgjørsdeltakerne stiller garantier for å delta i verdipapiroppgjøret ved enten å ha foliokonto i Norges Bank, eller trekkrettigheter i garantibank med foliokonto i Norges Bank. I det sentrale oppgjørssystemet for verdipapirer (VPO) foretar Verdipapirsentralen en multilateral avregning av de handlene som er meldt inn til en bestemt oppgjørsmiddag. Med multilateral avregning menes at alle innmeldte handler sees i sammenheng og motregnes slik at overføringen av penger og verdipapirer gjennomføres som en nettoavregning per deltaker.

I VPO-systemet er det også innebygget en automatisert låneordning for verdipapirer.

Handler som mangler dekning av verdipapirer ved avregning vil forsøkes dekket gjennom den automatiserte poolordningen for verdipapirlån som er integrert i oppgjørssystemet. Denne ordningen vil det ikke bli gått inn på i denne fremstillingen.

¹⁸ NOU 2000:10 kap. 6.4.3.1

HOVEDSTRUKTUREN I VERDIPAPIRMARKEDET:



Kilde: Norges Bank, Penger og Kreditt (...)

Verdipapirhandelen skjer ved de tre prosessene innmelding, avregning og oppgjør. Her gis en kort beskrivelse av de ulike elementene i verdipapiroppgjøret:

Alle handler meldes inn i oppgjørssystemet av megler eller oppgjørsagent. Handlene matches fortløpende i VPS etter gitte kriterier. **Matching** kalles den sammenkoblingsprosess som gjennomføres når to avtaleparter uavhengig av hverandre har innmeldt opplysninger til oppgjørssystemet om en handel som skal til oppgjør. Handler som skal matches kommer ikke med i **avregningen** før de er matchet. Dersom de ikke er matchet på **S** (*oppgjør dagen*) prøves de i ytterligere 5 dager før de avvises.

Dette er en del av en automatisk forskyvningsrutine som er innebygget i VPO systemet. Dersom en handel mangler dekning på avregningstidspunktet, enten penger eller verdipapirer vil handelen automatisk forskyves i inntil 5 dager etter opprinnelig oppgjør dag til dekning foreligger. Forskyvning vil si at dekningskontrollen forsøkes gjennomført på ny de påfølgende 5 dagene. Dersom slik dekning ikke foreligger innen disse dagene vil handelen

annulleres og handelen må innmeldes på nytt. **Annulering** av matchende handler må utføres av begge parter i handelen. Ikke-matchede handler kan annulleres ensidig.

De prosessene som klargjør transaksjonene for oppgjøret kalles avregning (*clearing*). Denne beregningen består i at alle handlene som skal gjøres opp samme dag motregnes og matches. De nettoppenge- og verdipapirposisjoner som fremkommer er det de ulike oppgjørsdeltakerne skal motta. Fordringsforhold beregnes mellom hver enkelt part og de øvrige partene sett under ett.

Et oppgjør gjennomføres normalt på tre dager etter handelsdag ($S = T + 3$). Det er likevel ikke noe i veien for at annen oppgjørsperiode avtales mellom deltakerne. Kontooverførslene uten tilhørende pengeoppgjør bokføres i realtid. Gjennomføringen av levering mellom de ulike oppgjørsdeltakerne av penger og verdipapirer skjer på oppgjørsdag. Levering av verdipapirer skjer på bruttobasis direkte på sluttinvestors eller forvalters konto, det vil si at hver enkelt handel registreres hver for seg. Først når pengeposisjonene er gjort opp og postert på hver banks oppgjørskonto i Norges Bank, bokføres handlene på verdipapirkontoene i VPS med umiddelbar rettsvirkning.

2.5 Verdipapirmarkedets hovedfunksjoner og hensyn bak reguleringen.

Verdipapir spiller en viktig rolle i samfunnsøkonomien både for finansiering av privat og offentlig virksomhet og som spare- og investeringsobjekt for husholdninger og foretak. Aktørenes betraktninger om risiko og lønnsomhet for ulike verdipapir påvirkes blant annet av tilliten til de markedsplassene der verdipapir omsettes. Markedets formål er at det skal fungere som en tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner. Markedets størrelse og funksjon gjør det svært viktig med sikre og effektive løsninger for handel, avregning, oppgjør og rettighetsregistrering. Disse funksjonene kan ikke oppfylles om ikke deltakerne har tillit til hele markedets virkeområde. Dette innebærer først og fremst at det knyttes trygghet til selve oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene. Transaksjoner i verdipapirer vil kunne omfatte meget store summer, og derfor medføre relativt store eksponeringer og høy potensiell risiko for de som handler/overfører på verdipapirmarkedet. Det vil være både i samfunnets og investorenes interesse at dette kan skje uten slik risiko, og at verdipapirhandler kan gjennomføres med tillit til at eiendomsretten til papirene alltid er uomtvistelig. Rettsvernsregler vil i stor grad være med på å ivareta disse hensynene.

3. Oppgjør i verdipapirhandelen.

3.1 Oppgjør av penger og verdipapirer.

I handel med registrerte verdipapirer skal det skje en overføring av penger og verdipapirer. Denne overføringen kan skje i eller utenfor Verdipapirsentralens oppgjørssystem (VPO).

Jeg har i denne oppgaven valgt å legge hovedvekten på de handler som skjer med verdipapirforetak som mellommenn. Disse gjennomføres i utgangspunktet gjennom VPO. Innledningsvis vil jeg derfor gi en kort oversikt over noen spørsmål som gjelder oppgjør generelt og dessuten til oppgjørssystemet mer spesielt. I noen grad vil også oppgjørstrukturen ved handel utenom meglerapparatet vil bli berørt hva gjelder VPS-registrerte finansielle instrumenter.

Når en avtale om handel av registrerte verdipapirer er inngått blir selgeren forpliktet til å levere de angjeldende verdipapirer innen avtalt oppgjørsdag. Selger får på sin side krav på det avtalte vederlag. Selve oppgjøret skjer på fjerde dagen etter at VPS kvelden i forveien har gjennomført en avregning (dekningskontrollen) av partenes penge og verdipapirposisjoner. Betaling skjer ved oppgjør på oppgjørsdeltakernes konto i Norges Bank på grunnlag av oppgjørsdeltakernes netto pengeposisjoner. Levering av verdipapirer skjer på bruttobasis direkte på sluttinvestors konto, det vil si at hver enkelt handel registreres hver for seg. Først når pengeposisjonene er gjort opp oppdateres verdipapirkontoene i VPS.¹⁹

3.2 De ulike transaksjonsformene/oppgjørsformene

Leveringen av registrerte verdipapirer i VPS skjer ved at eierposisjonene overføres fra selgerens investorkonto til kjøperens investorkonto. Basert på den internasjonale identifikasjonsstandarden ISIN for verdipapirnummerering debiteres og krediteres hhv. selger og kjøpers konto for det avtalte antall verdipapirer i VPS.

¹⁹ Penger og Kreditt 3/03. Norges Bank.

I handel og overføring av registrerte finansielle instrumenter i VPS tilbys det to forskjellige metoder å gjennomføre handelen på. Den enkleste formen er den såkalte konto-til-konto overføring og handel gjennom verdipapirforetak som utfører en handelstransaksjon.

Konto-til-konto transaksjoner er handler utenom verdipapirforetak. Dvs. at de foretar pengeoppgjøret seg i mellom, uten at det skjer noen betaling i VPO og at de finansielle instrumentene overføres direkte fra selgers VPS-konto til kjøpers VPS-konto av selgende investors kontofører. Disse handlene matches i VPS ved registrering, og er det dekning på selgers VPS-konto overføres de finansielle instrumentene samme kveld som innmeldingen skjer til VPS. En konto-til-konto transaksjon er en *vanlig* to-partskonstellasjon, og i forhold til rettsvernsspørsmål blir dette en analyse av rettsforholdet mellom selger og kjøper.

Det er to typer handelstransaksjoner. Den ene representeres ved at handelen skjer mellom verdipapirforetak og dets kunder. I den andre skjer handelen mellom to verdipapirforetak. Felles for disse er at betalingen ved disse transaksjonene skjer i VPO. Det som er spesielt for handelstransaksjoner som skjer gjennom verdipapirforetak på denne måten er imidlertid at disse foretakene trer inn som parter i avtalen mellom selgende og kjøpende investor. Etter vphl. § 11-1 får foretakene i slike transaksjoner et selvstendig oppfyllelsesansvar. Dette gjelder både for oppfyllelse av finansielle instrumenter og for betaling av kjøpesummen.

3.3 Oppgjør gjennom verdipapirforetak

En handel med finansielle instrumenter som nevnt i vphl. § 1-2, annet ledd 1, 2, 4 og 7 og som handles i Norge er den ordinære oppgjørsfrist fire *dager* (T+3), med mindre annet er avtalt. Oppgjørsfrist beregnes fra og med handelsdag til og med oppgjørsdag. For forholdet mellom kjøpende megler og kjøper betinger oppgjør at oppdragsgiver stiller til disposisjon for verdipapirforetaket nødvendige midler på eller før oppgjørsdag²⁰.

3.4 Rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjørsavtaler.

²⁰ Oslo Børs: www.oslobors.no

I nær tilknytning til spørsmålet om rettsvern for rettigheter i finansielle instrumenter står rettsvernsspørsmålet i forhold til avregnings- og oppgjørsavtaler. Rettsvern i forhold til pengeoppgjøret reguleres imidlertid av de særskilte rettsvernsreglene i lov om betalingssystemer (bsl) kap. 4.

I korthet går disse reglene ut på at dersom systemet får rettsvern for sine avregnings- og oppgjørsavtaler innebærer dette at avregning og oppgjør kan gjennomføres selv om det er åpnet konkurs hos en av deltakerne i oppgjøret. Dette gjelder bare for oppdrag som er lagt inn i systemet før det er innledet insolvensbehandling. Avregnings- og oppgjørsavtalen må blant annet fastsette tidspunkt for når et oppdrag er lagt inn i systemet og når retten til å tilbakekalle betalingsordrer er bortfalt jf. bsl. § 4-2.

Et slikt rettsvern medfører med andre ord at et konkursbo ikke kan hindre at systemet gjør opp transaksjonene fra en insolvent bank, såfremt transaksjonene er lagt inn i systemet før det er fattet vedtak om offentlig administrasjon. Slike avtaler reduserer potensielle tap ved insolvens hos en deltakerbank.

Forholdet har ikke direkte betydning for rettsvernsspørsmålene som er sentrale i oppgaven her, men det etablerer en ekstra sikkerhet for oppgjørsdeltakerne som deltar i et verdipapiroppgjør. Deltakernes oppgjørsrisiko blir med dette redusert i forbindelse med en verdipapirhandel og nevnes derfor i sammenhengen.

4. Parter og rettighetskollisjoner i verdipapirhandelen.

4.1 Partsrelasjonene.

Ved konto-til-konto transaksjoner og handelstransaksjoner som benyttes til gjennomføring av en verdipapirhandel vil det oppstå ulike partskonstruksjoner. En konto-til-konto transaksjon vil normalt være en ordinær to-partskonstruksjon som gjennomføres ved en gjensidig overføring mellom hver av partene. I en handelstransaksjon vil det imidlertid kunne oppstå mer kompliserte partskonstellasjoner enn de to-partskonstellasjonene vi har i tradisjonelle avtale-/kjøpsforhold. I en handelstransaksjon vil det normalt være en tre eller fire partskonstruksjon, ettersom kjøper og selger bistås av en eller to meglere. I enkelte tilfeller,

som ved finansiell sikkerhetsstillelse, vil det også være så mange som seks ulike overføringer i VPS-systemet. Dette blir imidlertid ikke behandlet i denne sammenhengen.

De særlige partskonstruksjoner som vi får ved handelstransaksjoner ligger til grunn for de rettsvernsspørsmål som behandles i denne oppgaven. Men i tillegg har dette en side til en del avtalerettslige forhold som er ulike de vi finner for tradisjonelle kjøpsforhold.

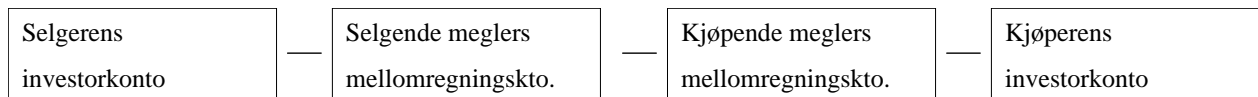
Etter vphl. § 11-1 utfører et verdipapirforetak som foretar en verdipapirhandel for sine oppdragsgivere handelen i eget navn. I henhold til den samme bestemmelsen får de også et selvstendig oppfyllelsesansvar overfor så vel oppdragsgiver som motparten. For kjøper og selger av verdipapirer medfører denne regelen at oppgjørssrisikoen er flyttet i forhold til hva som er tilfelle mellom selger og kjøperen ved handel uten mellommann. I stedet er det verdipapirforetaket som sitter med oppgjørssrisikoen i forhold til motparten.

For selger og kjøper er bruken av meglere som mellommenn i en verdipapirhandler en måte å benytte partskonstruksjoner som et middel for risikopulverisering. Denne kommisjonskonstruksjonen fører til at det ikke er noe rettsforhold mellom meglerens motpart og selgende sluttkunde. Selgende megler er ikke en **solidaransvarlig part** i forhold til kjøperen, eller ansvarlig sammen med selgeren. Megleren er den eneste som er forpliktet overfor selgende og kjøpende investor. Mellom selger og kjøper foreligger det ikke noe direkte avtaleforhold, og partene vil ofte være ukjent med hverandres identitet.²¹

Ved megler-megler handel har dermed den kjøpende sluttkunde kun et avtaleforhold med sin egen kjøpende megler. Det er i rettsforholdet mellom disse to at kjøperen må etablere rettsvern.

Etter dette vil en handel med verdipapirer kunne se ut som illustrasjonen nedenfor. Selgende megler har rollen som kjøper i forhold til selgende sluttkunde. Kjøpende megler er selger i forhold til sin sluttkunde.

²¹ Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 56



Kilde: Bergo, Oppgjør og rettsvern ved verdipapirhandel (1990).

4.2 De ulike rettighetskollisjonene.

Når en eller flere hevder eiendomsrett eller andre begrensede rettigheter i et finansielt instrument kalles dette i juridisk forstand en *rettighetskollisjon*. Når en rettighetshaver har oppnådd en beskyttelse for en slik rettighet sies det at han har oppnådd rettsvern .

Rettsvern for rettigheter i registrerte finansielle instrumenter reguleres av vprl. kapittel 7. Rettighetskonfliktene som i relasjon til registrerte finansielle instrumenter er imidlertid ikke forskjellige for hva vi finner i alminnelige tredjemannskonflikter.

Det er i tredjemannsretten vanlig å skille mellom ulike typer rettighetskollisjoner. Den såkalte "dobbeltsuksjonskonflikten" gjelder erververs rettsstilling i forhold til andre rettighetshavere som avleder en konkurrerende rettighet fra samme avhender. Dette vil kunne innebære kollisjon med avhenders kreditorer samt frivillige avtalestiftede rettigheter. Er det erververs rettsstilling i forhold til avhenders hjemmelsmenn som berøres kalles dette "hjemmelskonflikten" ²²

5. Rettsvern

5.1 Utgangspunktet. Registrering av rettigheter i finansielle instrumenter

Et velfungerende verdipapirmarked forutsetter effektive systemer for å gjøre opp handel med finansielle instrumenter og for å holde oversikt over eierskap og andre rettigheter i instrumentene. VPS er et rettighetsregister med flere funksjoner. En av hovedbegrunnelsene for opprettelsen av VPS var å etablere et rettighetsregister for finansielle instrumenter, hvor

²² Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) kap. 11

utstedere, verdipapirforetak, investorer og kreditorer kan få registrert kan sine eierposisjoner og etablere rettsvern for disse etter nærmere bestemte regler. Verdipapirregistre med rettsvernvirksomheter vil bidra til å effektivisere forvaltningen og omsetningen av finansielle instrumenter

I *rettighetsregisteret* kan enhver få sitt eierskap eller annen rettighet i registrerte finansielle instrumenter innført. I tillegg kan kreditorene få registrert utlegg og konkurs og videre kan det registreres båndleggelser og fullmakter til å disponere over de finansielle instrumentene.

Det er flere rettsvirkninger som kan skrive seg fra registrering av en rettighet i et rettighetsregister, rettsvern er en type virkning som er aktuell.²³ Når flere pretenderer å ha motstridende rett i et formuesgode, vil det ikke være mulig å gi oppfyllelse etter rettighetenes innhold. Når en av de pretenderende rettighetshavere har oppnådd en beskyttelse av sin rettighet har han fått rettsvern for denne.

Registrering i VPS forutsetter at rettighetene ikke er knyttet til et fysisk dokument eller at et slikt dokument er makulert, lagt i sikker forvaring eller på annen måte hindret i å komme i omsetning. Alle finansielle instrumenter kan innføres i et verdipapirregister. Loven pålegger registreringsplikt for aksjer og tegningsrettigheter i norske allmennaksjeselskap og for norske ihendehaverobligasjoner. Utgangspunktet og hovedregelen i Norge er at finansielle instrument blir registrert i verdipapirregisteret i investorens navn. I visse tilfeller tillates også forvalterregistrering, dvs. at den reelle eierens navn ikke fremkommer i verdipapirregistret, bare forvalterens. Forvalteren må godkjennes av Kredittilsynet. Forvalter registrering av aksjer tillates ikke for norske investorer (jf. allmennaksjeloven).²⁴

Registreringene i VPS er så grunnleggende for oppgjøret ved verdipapirhandel og for utøvelsen av beføyelsene som verdipapireier at det knapt er aktuelt at rettighetene ikke registreres. Det øvrige vilkår er i praksis mindre viktige. Dette faktiske utgangspunktet danner grunnlaget for systematikken i avhandlingen. En stor del av drøftelsene gjelder spørsmål i forbindelse med rettsvernakten ift. registreringstidspunktet.

²³ Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 27

²⁴ Penger og Kreditt 03/2003. Norges Bank

5.2 Rettsvern og registrering

Under lovrevisjonen var ett av vurderingstemaene hvorvidt rettsvernstidspunktet skulle lovfestes i den nye verdipapirregistreringsloven. Det var under den gamle verdipapirsentralloven knyttet usikkerhet til rettsvernstidspunktet for registrerte verdipapirer, og dette var ett av de forholdene som hadde behov for avklaring i.h.t. rettstilstanden under vpsl. En annen vurdering som stod sentralt var derfor hvilket stadium i registreringsprosessen som skal være avgjørende for når rettsvern er oppnådd.

Spørsmålet om lovregulering.

Hensynet til forutsigbarhet kunne tilsi at rettsvernstidspunktet ble fastsatt i lov eller alternativt i forskrift. Det vil være av stor betydning for aktørene i verdipapirmarkedet at tidspunktet for etablering av rettsvern må kunne identifiseres entydig og at det muliggjør etablering av et effektivt oppgjørssystem. Videre er det et viktig hensyn at reglene som velges som registreringstidspunkt muliggjør et effektivt oppgjørssystem.

Både departementet og de fleste av høringsinstansene sluttet seg til utvalgets vurdering av at rettsvernstidspunktet for overføringer bør fastsettes av registeret selv, og ikke i lovtekst eller forskrift. Det ble derfor vedtatt at verdipapirregisteret selv vedtar forretningsvilkår som regulerer registreringstidspunktet. Likevel måtte åpnes en mulighet for at lovgiver kunne gi unntaksregler i gitte tilfeller, f.eks. ved særskilte prioriteringsregler.

Rettsvern

Etter vprl. § 7-1, første ledd er rettsvern betinget av "registrering" i verdipapirregisteret. Den nærmere fastsettelsen av tidspunkt for etablering av rettsvern overlates til verdipapirregisteret selv, jf. fjerde ledd. Valget av tidspunkt som verdipapirregisteret bestemmer vil likevel være underlagt offentlig kontroll gjennom godkjenning fra Kontrolltilsynet. En viktig del av reguleringen av rettsvernsspørsmålet har gjennom denne bestemmelsen blitt overført til verdipapirregisteret.

Rettsvernsspørsmålet i "snever" forstand omhandler tradisjonelt bare selve ekstinksjonsvirkningen. I denne oppgaven vil jeg se på rettsvern i "vid" forstand. Med dette mener jeg at vern i forhold til kolliderende rettigheter utover ekstinksjon, som tilbakeholdsrett og noen avtalerettslig spørsmål i tilknytning til kolliderende rettigheter.

Valg av registreringstidspunkt

Som nevnt innledningsvis var det knyttet en del usikkerhet til rettsverntidspunktet etter den tidligere vpsl. og dette var ett av de forholdene som søktes vurdert og avklart med den nye loven. Det gjennomføres i forbindelse med en verdipapirtransaksjon flere ulike registreringer. Problemstillingen knytter seg til hvilken av registreringene som skal være den avgjørende for rettsvernet.

Hensynet til at det aktuelle tidspunkt for rettsvern kan stadfestes tilstrekkelig klart og forutsigbart vil nettopp være hensyn som Kredittilsynet vil vurdere ved godkjenning av reglene som verdipapirregister fastsetter for sin virksomhet. Hensynet til et velfungerende oppgjørssystem tilsier at rettsvernet bør inntre på et tidlig tidspunkt i oppgjørssystemet. Når verdipapirregisteret fastsetter regler for registrering vil nok hensyn til oppgjørssystemer og praksis spille en ganske stor rolle.

5.3 Etablering av rettsvern.

Som beskrevet ovenfor i kap. 2.2 ble VPS ved lovendringen i 2003 omorganisert. Som tidligere nevnt er VPS i dag det eneste verdipapirregister som operer i Norge med konsesjon til å drive offentlig verdipapirregister med rettsvirkninger som følger av vprl. kap. 7. Med den nye loven ble også regelverket for verdipapirregistrene privatisert. Dette innebærer bl.a. at det kun er *virkningene* av rettsvern som er regulert i loven. Loven er ment å suppleres av egne regelverk fastsatt av det enkelte verdipapirregister, som godkjennes av Kredittilsynet, jf. vprl. § 7-1, fjerde ledd. Hovedregelen er som allerede nevnt "registrering" i verdipapirregisteret.

VPS har med denne bakgrunn fastsatt egne forretningsvilkår som delvis var gjenstand for slik godkjenning (Forretningsvilkårene inneholder også andre regler som ikke er gjenstand for godkjenning). Disse vilkårene utfylles av tilknytningsavtaler, samt en egen avtale for deltakelse i verdipapiroppgjørssystemet (VPO). Det dreier seg ikke om et rent avtalerettslig regelverk, siden en del av bestemmelsene har rettsvirkning overfor andre enn aktuelle eller potensielle kunder/avtaleparter til registeret. Bl.a. gjelder dette fastsettelsen av det relevante registreringstidspunkt for den enkelte rettighet gitt med hjemmel i § 7-1, fjerde ledd. Slike bestemmelser er sentrale for rettsvirkningene, og har virkning for alle som har rettigheter i relasjon til finansielle instrumenter innført i registeret, herunder alminnelige kreditorer og

panthavere. Denne delen av reglene burde derfor regnes som forskrift i forvaltningslovens forstand.²⁵

5.4 Rettsvernakten.

Reglene om rettsvern fordrer normalt at det gjennomføres en særskilt rettsvernakt eller sikringsakt, og rettsvirkningene av denne rettsvernakten.²⁶ Problemstillingen dreier seg om hva som må gjøres for at gyldig rettsvern skal anses etablert og rettighetshaver har fått sin rett sikret. Denne er den samme hvorvidt det er tale om rettsvern mellom to omsetningsserververe eller det er tale om en omsetningsserverver og avhenders kreditor.

Den vesentlige forskjell mellom rettigheter som gjelder ulike formuesobjekter er rettsvernakten. Det kreves ulike prosedyrer fra en rettighetshavers side før han oppnår vern for eksempel for fast eiendom, løsøre, fordringer eller kravforhold. Rettsvernreglene er relative etter hvilke formuesobjekter de aktuelle rettighetskollisjonene gjelder. Reglene er til dels også forskjellige når det gjelder rettsvirkningene. Det gjelder da særlig hvor langt man kan ekstingvere eldre rettigheter. Og her vil også vilkårene for rettsvern og ekstinksjon variere. Blant annet kan f.eks. kravene til hva som er **god tro** variere.

Registrering i VPS er etter vprl. § 7-1 den akt som kreves for at rettigheter i verdipapirregistrerte verdipapirer skal oppnå rettsvern. I forbindelse med en verdipapirhandel med finansielle instrumenter utføres flere registreringer i VPS-systemet. Det sentrale blir derfor å få klarlagt hvilket tidspunkt en rettighet anses som registrert og rettigheten dermed anses sikret mot etterkommende rettighetskollisjoner. I følge vprl. § 7-1, fjerde ledd skal verdipapirregisteret selv fastsette regler for registreringstidspunktet.

Om registrering som rettsvernakt vil det undertiden være ulike regler for rettsvern. Innholdet av reglene vil være avhengig av hvilken rett som skal beskyttes og hva retten skal beskyttes mot.²⁷

²⁵ Bergo, Børs- og verdipapirrett s. 328
²⁶ Se (Innst. O. nr. 47 (2001-2002)

²⁷ NOU 2000:10 kap. 18.1.1

Loven overlater til registeret å fastsette tidspunktet for når en registrering skal anses for å ha skjedd, og dermed for når rettsvirkningene inntreffer. Dette har sammenheng med at man kan ha sammensatte transaksjonsforløp som også kan variere for ulike typer av transaksjoner.

At registeret selv skal regulere tidspunktet for registreringstidspunkt innebærer at systemet er mer fleksibelt i.f.t. å tilpasse seg endringer i verdipapirmarkedet. Dette gjelder særlig med hensyn til oppgjørssystemet. Forarbeidene forutsetter imidlertid at man ikke kan få rett til finansielle instrumenter før disse er **individualisert**.²⁸

Her vil det nok i utpregede kommersielle forhold som verdipapirhandel måtte stilles vært må krav til egen undersøkelse fra rettighetshaverens side.²⁹

For rettigheter i verdipapirer gjelder kravet til overlevering langt på vei for de verdipapirer som ikke er VPS-registrert. Fra 1985 ble imidlertid Verdipapirsentralen (VPS) etablert som et særlig rettsvernregister for verdipapirer. For rettigheter i VPS-registrerte verdipapirer er rettsvernakten nå registrering av det enkelte rettsforhold i sentralen.³⁰

5.5 Rettsvirkningen rettsvern.

Med **rettsvern** menes i denne sammenheng den beskyttelse en rettighetshaver til et finansielt instrument har mot konkurrerende rettigheter. Dette medfører at **rettsvernreglene** skal sikre erverv mot at avhender senere disponerer over det finansielle instrumentet med virkning for ham, og mot at avhenders kreditorer kan søke dekning for sitt tilgodehavende i instrumentene.³¹

Rettsvernreglene for registrerte finansielle instrumenter som er innført i et norsk verdipapirregister fremgår av verdipapirregisterlovens kapittel 7, **Rettsvirkninger av registrering**. Utgangspunktet etter vprl. § 7-1, første ledd er at en rettighet som innføres i et verdipapirregister går foran rettigheter som ikke er registrert eller som først registreres senere.

²⁸ se Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 112 (avsnitt 11.3).

²⁹ Se Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 38-39

³⁰ Se Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 38-39

³¹ NOU 2005:13 kap. 12

Den som først har meldt inn en rettighet i registeret, skal vinne rett i forhold til kolliderende rettigheter (inkludert kreditor krav) som meldes inn på et senere til rettigheter.³²

I forhold til hjemmelskonflikter reguleres denne konflikten av vprl. § 7-2 Etter denne bestemmelsen skal avtalebaserte rettigheter vinne rett etter registeret innhold. Om denne bestemmelsen uttales det i NOU 2000:10 kap. 18 "etter utvalgets forslag ikke kunne settes til side om det skulle vise seg at avhenderens rett ikke var i samsvar med registerets innhold. Likevel slik at erververen ikke måtte være kjent med eller burde være kjent med avhenderens rett på **rettsverntidspunktet**". Det gjelder altså et tilleggsvilkår til god tro.

5.6 Tidspunkt for etablering av rettsvern

Bestemmelsen i § 7-1, fjerde ledd fastsetter at man i særskilte bestemmelser i det enkelte verdipapirregister skal fastsette hvilken dag som skal regnes som registreringsdagen for de registrerte rettigheter. Disse bestemmelsene vil ha betydning for ulike tredjemenn som berøres. For å kontrollere at de bestemmelsene som gis er *tilstrekkelig hensiktsmessige* er det derfor bestemt at reglene skal godkjennes av departementet, dvs. Kredittilsynet som har fått denne kontrollmyndigheten delegert.

Tidspunktet som er bestemmende for når rettsvern er etablert er jf. hovedregelen i vprl. § 7-1, første ledd er det samme i forhold til avhenders kreditorer som i forhold til konkurrerende omsetningsserververe. Etter den tidligere verdipapirsentralloven var det betydelig usikkerhet knyttet til hva som var ansett for å være rettsvernakten "*..registrering i VPS...*". Jeg vil derfor se på ulike alternativer for rettsverntidspunktet som har vært aktuelle i teorien før jeg går inn på reglene som gjelder etter de någjeldende "*forretningsvilkårene*". Dette vil jeg gjøre i kap. 8.

³² Se Ot prp nr 39 (2001-2002) s. 9

5.7 Rettsvernsspørsmålene.

Utgangspunktet for registrering og rettsvernsspørsmål vil være ulike i forhold til hva slags transaksjonstype som benyttes ved overføringen. Ved en handelstransaksjon hvor de finansielle instrumenter i løpet av oppgjørprosessen passerer en eller to meglerkonti før det til slutt registreres på kjøpende investors konto.

I.h.t. vphl. § 11-1 har verdipapirforetakenes selvstendige oppfyllelsesansvar overfor sin oppdragsgiver og sin motpart. Dette gjør at de blir selvstendige rettssubjekter i forhold til rettsvernsspørsmålene. Hvor de finansielle instrumentene passerer en eller to meglerkonti, må vurderingen av rettsvernsspørsmål skje i forhold til det enkelte ledd i overføringen. Det vil således kunne bli spørsmål om selvstendig rettsvern for hhv. selgende verdipapirforetak, kjøpende verdipapirforetak og kjøpende sluttinvestor.

Når handelstransaksjonen gjennomføres i det samme oppgjør, vil rettsverntidspunktet bli det samme for alle de erverv som inngår i denne transaksjonen. Men dersom finansielle instrumenter blir stående på meglerkontoen en tid, vil rettsverntidspunktet for dette verdipapirforetakets erverv bli forskjellig fra rettsverntidspunktet ved senere overføring fra denne meglerkontoen. Dette fordi den opprinnelige transaksjonen annulleres og en ny overføring til meglers **egen** mellomregningskonto blir gjennomført.

5.8 Krav til god tro.

Om god tro vilkåret

For frivillige stiftede rettigheter er det vanlig å oppstille enkelte tilleggsvilkår for ekstinksjon. Dette får særlig betydning for avtalestiftede rettigheter. Et vanlig vilkår for at en rettighetsserverver skal oppnå vern er erverv i god tro fra en legitimert avhender. Først da kan ekstinksjonsvirkningen inntre. Kravet til god tro innebærer at erververen ikke kan ha kjent til eller burde kjenne til den eldre rett.

Om det skulle oppstilles et generelt krav til god tro i relasjon til ekstinksjon av kolliderende rettigheter i registrerte finansielle instrumenter *var et annet* av de *tema* som utvalget til ny verdipapirregisterlov vurderte.

Et enstemmig utvalg gikk inn for å oppheve det generelle vilkåret om god tro i relasjon til dobbeltsalg av registrerte finansielle instrumenter. Dette synspunktet begrunnet de i at et slikt vilkår ville være "lite meningsfylt" i det finansielle instrumenter (eksempelvis aksjer) ville være generiske ytelser. Når det gjaldt de "individuelle bestemte" instrumenter, var utvalget imidlertid delt i synet på om det burde være et generelt krav til god tro.

I den etterfølgende behandling gikk departementet likevel inn for å beholde et alminnelig vilkår om god tro. Ikke bare for de individuelt bestemte instrumentene, men også for generisk bestemte instrumenter.

En av begrunnelsene utvalget hadde for ikke å beholde et generelt krav til god tro var at "Ved erverv av generisk bestemte instrumenter vil riktignok god-tro kravet normalt være oppfylt"³³ Departementet på sin side mente det forhold at et vilkår om god tro normalt vil være oppfylt ikke var tilstrekkelig grunnlag for å fjerne vilkåret.

Dog fremkommer det at Justisdepartementet for børs eller andre anonymiserte transaksjoner mener det normalt ikke bør gjelde et krav om god tro. En forutsetning for at kravet til god tro skal gjelde er at erververen på rettsverntidspunktet forstod eller burde forstått hvem som var avhender. Handelen på børs e.l. anonym transaksjonsform vil ofte foregå med meglerforetak som representanter på både selger og kjøper siden. Partene vil da ikke kjenne til den reelle eier. Som eksempel på dette bruker de:

"Dersom en erverver (B) kjøper aksjer over børs eller gjennom en annen anonymisert transaksjonsform, der han ikke vet hvem som er motparten, bør det normalt ikke ha noen betydning for erververens rettsvern at han visste at en avhender (A) ikke hadde rett til å avhende verdipapirene, dersom B på registreringstidspunktet ikke visste eller burde ha visst at det var A som var avhenderen." ³⁴

Likevel ønsket de å *oppretholde* et generelt vilkår til god tro for å kunne ek스팅vere en konkurrerende rettighet i registrerte finansielle instrumenter. Det hensynet som -----

³³ Se NOU 2000:10 kap. 18

³⁴ Ot.prp. nr. 39 (2000-2001) kap. 11

Hva innebærer kravet til "god tro"

Det er altså ikke tilstrekkelig å gjennomføre en rettsvernakt for en omsetningserverver som vil ekstingvere en konkurrerende rettigheter. I tillegg må pretenderende rettighetshaver være i "god tro" om sin rett. Likevel gjelder dette ikke kreditorrettigheter, da det ikke finnes hjemmel for god tro ekstinksjon for kreditorer i verdipapirregistreringsloven.

God tro kravet har først og fremst betydning i forhold til dobbeltsuksjesjonstilfellene men også i forhold til hjemmelsinnsigelsene kan det i enkelte tilfeller var tale om ekstinksjon.

Dersom et instrument som mangler rettsvern pga. erververs onde tro blir solgt videre før forholdet blir oppdaget, blir det spørsmål om den påfølgende erverver kan ekstingvere avhenders manglende rett.

Når det oppstilles krav til erververs gode tro, oppstår også spørsmålet om når den gode tro må foreligge. Ved vurdering av erververs gode tro i forhold til konkurrerende erverv eller kreditorbeslag ble det uttalt i Innst. O. nr. 47 (2001-2002): "erverver må være i god tro helt frem til instrumentene har gått inn på vedkommendes konto"

Som utgangspunkt skal registeret kunne gjennomføre anmeldte handler, uten å måtte vurdere erververs gode tro. Eventuell ond tro, uavhengig av om det dreier seg om konkurrerende overførsler eller begrensede rettigheter, bør være et forhold som tas opp mellom de konkurrerende rettighetshavere i ettertid. Dette fremkommer for øvrig ikke av loven direkte, da det ikke ansett nødvendig å lovregulere spørsmålet fra departementets side fordi dette følger allerede av at "registeret ikke er pålagt å vurdere erververs gode tro". Det var således ikke nødvendig å gjøre unntak fra en ikke-eksisterende plikt.
(innst. O. nr. 47 (2001-2002))

5.9 Ekstinksjon og prioritet.

Dersom det ved oppgjørstidspunktet viser seg at det ikke foreligger tilstrekkelige finansielle instrumenter til å oppfylle de inngåtte avtaler, er spørsmålet i hvilken rekkefølge disse skal oppfylles og evt. hva slags rettsvern kjøpende investor har.

Prioritet er da en fellesvirkning for både rettsvern og ekstinksjon. Prioriteten angir kort og godt den oppfyllelsesrekkefølge mellom de kolliderende rettigheter som følger av rettsreglene. Prioritet er altså den nøytrale betegnelse på rekkefølgen mellom to eller flere kolliderende rettigheter.

Vprl. § 7-1, første ledd kan anføres som grunnlag for at kolliderende rettigheter skal oppfylles etter en bestemt rekkefølge. Etter ordlyden regulerer ordlyden kun forholdet mellom en registrert og en ikke registrert rettighet. Det kan likevel anføres at prioriteringsrekkefølgen for rettigheter med ulik registreringstidspunkt blir følgelig at den rettighet som har det tidligste registreringstidspunkt skal gå foran. ORV s.95

Rettsvern kan sies å være den rettsvirkning som følger av lovteksten Bestemmelsen angir den nøytrale rettsvirkningen at en rettighet "går foran" en annen ikke registrert rettighet.

Ekstinksjon er en rettsvirkning av registrering, og benyttes ofte synonymt med rettsvern. En rettighetsserverver som oppnår rettsvern overfor eldre rettsstiftelser, utsletter den tilsynelatende bedre ikke-registrerte rettigheter. Megleren oppnår altså prioritet overfor alle ikke-registrerte rettsstiftelser. I ekstinksjonstilfellene oppstiller riktignok visse tilleggsvilkår. Det viktigste er kanskje kravet til god tro om den bedre rett.

Den klassiske argumentasjonen gjengis:

- For det første står et likhetshensyn sentralt. Alle rettigheter skal i utgangspunktet stå likt, når ikke andre særlige hensyn taler imot dette. Slike rettferdighetsbetraktninger har blant annet medført at det vanligvis kan etableres rettsvern for alle typer av rettigheter. Videre har dette hensyn resultert i at de nærmere kriterier for rettsvern er utformet likt for alle rettighetstyper. Det stilles feks. krav til den samme rettsvernakt. Visse unntak er det riktignok.

- **Først i tid, best i rett** er også et sentralt hensyn. Det ligger som nevnt under rettsvernreglene, på den måte at man har sett rekkefølge mellom rettigheter som kolliderer.

Rettsvernreglene er gjerne systematisert som unntak fra dette utgangspunktet. [se ovenfor]
Som rettskildefaktor dreier det seg her nærmest om særlig godt festnede rettferdighetsoppfatninger. Hensynet harmonerer godt med det nevnte likhetshensyn. Man kan ikke godt dele alt likt. Da er det i alle fall naturlig med fordelingskriterier som er like aktuelle for alle rettigheter. Stiftelsestidspunktet er et slikt kriterium. Tilsvarende gjelder for registreringstidspunktet.

- I rettsvernssystemer som bygger på registrering av rettigheter er argumentet først i tid, best i rett blitt transformert til regler om at den først registrerte rettighet går foran. Dette kan også sies å gi uttrykk for mer umiddelbare rettferdighetsoppfatninger.

I de systemer hvor man praktiserer publisitet, og hvor utenverdenen har tilgang til registreringene, kan det også gis supplerende begrunnelse for løsningen. Her vil registreringene legitimere de ulike rettighetshavere. Hensynet til sikker omsetning tilsier da at de som handler med den registrerte rettighetshaver også oppnår den posisjon de er **forespeilet** ut ifra registreringene i systemet.

Dette argumentet tilsier at tidligere rettsstiftelser som ikke fremgår av registrene kan ek스팅veres av erververen. I realiteten er forholdet omvendt. Det er **rettsvernssystemene som etableres for å sikre omsetningen**. Dette var klart et viktig hensyn ved utarbeidelsen av vprl.

5.10 Ulike hensyn bak registrering av rettigheter i rettsvernssystemer.

I rettsvernssystemer som bygger på registrering av rettigheter hviler rettsvernreglene ofte på argumentet «først i tid, best i rett». Dette argumentet blir ofte formulert til regler om at den første registrerte rettighet går foran. Slike regler kan sies å gi uttrykk for mer umiddelbare rettferdighetsoppfatninger.³⁵ Som rettskildefaktor dreier det seg her om nærmest om særlig godt festnede rettferdighetsoppfatninger.

- Legitimasjonsvirkninger. Dette hensynet er viktig for en sikker omsetning i finansielle instrumenter. En registrert rettighetshaver bør etter et avtaleervert oppnå den posisjon de er

³⁵ . Bergo, Oppgjør og rettsvern, s. 35

forespeilet ut ifra registreringene i systemet. De bør kunne stole på den med den tilsynelatende rett.

Om legitimasjonshensynet uttaler departementet i Innst. O. nr. 47 (2001-2002) kap. 10.3.1. "det synes lite hensiktsmessig å oppstille et formelt krav om at avhenderen skal fremstå som legitimert, all den tid registeret er offentlig." En form for legitimasjon kan likevel sies å ligge i at registeret faktisk gjennomfører transaksjonen.

- **Negotiabilitet.**

VPS som rettighetsregister har flere funksjoner, en av disse er registerets grunnlag for negotiabilitetsvirkninger. Med dette menes i denne sammenheng at rettigheter kan skapes og utslettes gjennom disposisjoner knyttet til registerets innhold, uten hensyn til om dette er i overensstemmelse med de faktiske forhold. NOU 2000:10 s. 130

Registeret danner altså grunnlag for at etablering av rettigheter etter den som etter registeret utpeker som berettiget. Regler om negotiabilitet gir grunnlag for ekstinksjon (utslettelse) av rettigheter. Såkalte ekstinksjonsregler.

- **notoritet og publisitet.**

Ved å kreve registrering oppnår man notoritet over rettsforholdene. Dette vil si at rettighetsetableringene blir objektivt konstaterbare eller etterprøvbare.

På den måte sikrer man seg blant annet mot tilbakedaterte rettsstiftelser etter at en debitor har gått konkurs.

5.11 Kontosystemet og innføringer i registeret.

Finansielle instrumenter slik disse til enhver tid er definert i Verdipapirhandelloven, kan registreres i et verdipapirregister. Investorer som handler aksjer/grunnfondsbevis notert på norsk børs eller registrert i VPS, samt obligasjoner og sertifikater utlagt i Norge må opprette en egen verdipapirkonto (VPS-konto). Føringer på VPS-kontoen skjer via en eller flere kontoførere. Informasjon om for eksempel antall aksjer, eller hvor stor beholdning en investor eier i et obligasjonslån, er registrert på den enkelte investors VPS-konto, i tillegg til alle faste opplysninger om kunden. All kontakt mellom investor og Verdipapirsentralen (VPS) skjer i

utgangspunktet gjennom kontofører.

Det finnes to ulike kontoer i VPS: Utstederkonto og Investorkonto. På disse gjøres det: innføringer, dvs den opprinnelige registreringen eller utstedelsen av det finansielle instrument og registreringer, dvs. senere anmerkning av rettigheter til de utstedte finansielle instrumentene

Verdipapirregisteret er oppbygget som et desentralt system, dvs. at registreringene foretas av kontofører eller andre registreringsberettigede, mens Verdipapirsentralen skal føre det sentrale registeret. Hvem som kan føre registreringer i registeret. se vprl. § 6-1 ⁿ³⁷

6. Individualisering av fordringene.

6.1 Generelt om generiske og individuelt bestemte ytelser

Som alminnelig tingsrettslig prinsipp har det vært antatt at overføring av eiendomsrett ikke gis rettsvern før det aktuelle formuesgodet er tilstrekkelig individualisert. Dette volder sjelden problemer i den øvrige formueretten, men det har gitt utgangspunktet for en diskusjon i forhold til erverv av registrerte finansielle instrumenter, hvorvidt en avtalt verdipapirhandel skal regnes som en genuskontrakt.

Kjøp og salg av finansielle instrumenter vil være knyttet til et antall av en bestemt type verdipapirer. Når selgeren skal levere verdipapirene på oppgjørsdagen kan han i utgangspunktet levere med andre instrumenter enn de som står på selgers konto ved avtaleinngåelse og anmeldelse til registeret. Innen tid for oppfyllelse kan selgeren ha anskaffet en ny beholdning av det finansielle instrument for "levering" til kjøperen. ⁿ⁷³ Dersom individualisering er et vilkår for rettsvern, er det viktig for rettighetshaver å få fastlagt når et registrert finansielt instrument anses tilstrekkelig individualisering.

6.2 Gjeldende rett

Tidligere var det uenighet i teorien om hvorvidt det var holdbart å skille mellom generisk og individuelt bestemte ytelser for registrerte finansielle instrumenter. Det ble fra enkelte hold

anført at det ikke a priori kunne utelukkes rettsvern fordi om et rettighetsobjekt er artsbestemt eller typebestemt. N. Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 69. Spørsmålet ble imidlertid avklart med den nye verdipapirregistreringsloven. N. Se NOU 2000:10 og Ot.prp. nr. 39 (2001-2002)

6.3 Individualiseringstidspunktet

De aktuelle instrumentene som skal tjene til oppfyllelse av forpliktelsen vil først bli identifisert på et senere tidspunkt. (Se Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) 11/14) Om selgeren da skulle få rettsvern allerede fra anmeldelsen av disse generiske bestemte verdipapirer, ville det frata selgeren mulighet til å inngå avtaler om salg av samme type instrumenter selv om han kunne oppfylle dem begge innen oppgjørsfristen. Et slikt salg av samme type verdipapirer ville ikke være et dobbeltsalg i tradisjonell forstand. Det ville også pålegge en unødvendig binding av selgerens alminnelige fri disposisjonsrett over finansielle instrumenter med fremtidig leveringsfrist.

Tidspunktet for når individualiseringen gir grunnlag for å anse rettsvern som oppnådd, vil bl.a. være avhengig av hvilke tekniske løsninger registeret til enhver tid velger. Hensynet til et velfungerende oppgjørssystem tilsier at rettsvernet bør inntre på et tidspunkt så tidlig som mulig i oppgjørprosessen.

Som vi ser har problemstillingen har interesse for når rettighetene i verdipapirene skal anses som å ha oppnådd rettsvern.

Enkelte rettsstiftelser kan knyttes til individualiserte instrumenter allerede ved anmeldelsen av rettsstiftelsen. Dette er praktisk hvor rettsstiftelsen gjennomføres umiddelbart etter anmeldelsen, bl.a. fordi det ikke skal gjennomføres en dekningskontroll. (konto-til-konto transaksjoner)

En handelstransaksjon

Rettsvern for en slik handel i VPS-systemet kan tidligst inntre fra det tidspunkt hvor leveransen er individualisert, mao. hvor selgeren er fratatt rådigheten over fondsaktivene; ved at transaksjonen er irreversibel i systemet.^{n13.}

I forhold til panterettigheter.

Gjennom dette kontosystemet identifiseres også de verdipapirer som er pantsatt i forhold til andre verdipapirer av samme type. Dette er de verdipapirer som befinner seg på en pantsatt investorkonto. I og med at man har valgt **tingsinnbegrepspant** i § 4-4 er det ikke behov for større grad av individualisering. Ønsket man å gå bort fra dette kunne det etableres et system hvor man registrerte på kontoen antall og verdipapirnummer for de verdipapirer som var pantsatt. Man behøvde derimot ikke individualisere disse nærmere.

Følgende eksempel brukes av utvalget:³⁶

" Som fremhevet av utvalget er finansielle instrumenter normalt å anse som **generiske ytelser**, slik at man ikke uten formuesgoder, f.eks. fast eiendom. At X selger 1000 aksjer i selskap Y til A, er ikke til hinder for at han senere selger 1000 aksjer i Y til B, **og at begge handler blir oppfylt etter avtalen.**

At en aksjeeier selger samme type aksjer til flere kjøpere på samme tid, må antas å forkomme svært ofte og det ligger **normalt intet irregulært** i denne formen for «dobbeltsalg». Det gjelder selv om avhenderen på avtaletidspunktet ikke besitter nok aksjer til å oppfylle alle de kjøpsavtaler som er inngått; normalt ville avhenderen kunne kjøpe flere aksjer, slik at begge handler kan oppfylles i tide. At B kjenner til Xs tidligere salg av aksjer til A, gir dermed ikke i seg selv B noen grunn til å anta at X ikke vil kunne oppfylle begge kjøpsavtaler. I utgangspunktet bør derfor ikke Bs kjennskap til avtalen mellom X og A medføre at B mister sin rett. En mulig løsning kan være en regel om at B mister sin rett hvis X ikke klarer å oppfylle begge avtalene, og B forsto eller burde forstått at gjennomføringen av sin egen avtale sannsynligvis ville medføre at den først inngåtte avtale ikke ble oppfylt.

³⁶ NOU 2000:10 kap. 18

Med en slik regel vil det ikke være nødvendig å ta stilling til om det tidligst stiftede ervervet er «individuell bestemt», slik det legges opp til i utkast til ny verdipapirregisterlov § 9-3. Vi viser her til uttalelsene til den fraksjonen i utvalget som mener at det er vanskelig å avgjøre hva som ligger i dette vilkåret."

Av større interesse her er at rettsvern tradisjonelt ikke har vært ansett som aktuelt for rettigheter som gjelder generisk bestemte formuesobjekter.

En rettighet av denne typen x. levering av antall artsbestemte løseøregjenstander

Et annet eksempel - krav som gjelder et antall dokumentbaserte verdipapirer av en bestemt type. Heller ikke her gjelder rettsforholdet bestemte individuelle verdipapirer.

I juridisk doktrine har man tradisjonelt sett det slik at rettsvern først kan etableres når de gjenstander som er ment for oppfyllelse av generiske krav er blitt individualisert.

Med dette mente man gjerne at de måtte være identifisert som bestemte, fysiske gjenstander.

Tidligere dannet utgangspunktet for en systematisk inndeling av hele formueretten –

Tingsrett/og/kontraktsrett – hhv. de rettigheter det kunne etableres rettsvern for. og

kontraktsretten som gjaldt de obligatoriske og generiske krav som man ikke hadde rettsvern for. Først når rettsvern kunne etableres ble en tinglig rett ansett for etablert.

Svakhetene med en slik systematikk er at argumenterer man med at det ikke kan etableres rettsvern fordi det er et obligatorisk krav, blir dette en form for sirkel resonnement.

De nevnte rettsvernløsninger – har fått betydning for tolkningen av vprl. Dette gjelder tolkningsspørsmål som er av avgjørende betydning for de problemstillinger som behandles i denne avhandlingen.

Spørsmål om en rettighet har oppnådd rettsvern i forhold til andre rettsstiftelser som gjelder formuesobjekt må løses ved tolkning av de lovbestemmelser og andre "objektive" rettskildefaktorer som foreligger.

Ved overføring av slike instrumenter vil oppfyllelsen av forpliktelsen kunne skje med andre instrumenter enn de som står på selgers konto ved anmeldelse til registeret. Identifiseringen av instrumentene vil finne sted på et senere tidspunkt, ofte i forbindelse med dekningskontrollen.

Tidspunktet for når individualiseringen gir grunnlag for å anse rettsvern som oppnådd. Løsningen vil bl.a. beror på hvilke tekniske løsninger registeret til enhver tid velger

Enkelte rettsstiftelser kan knyttes til individualiserte instrumenter allerede ved anmeldelsen av rettsstiftelsen. Dette er praktisk hvor rettsstiftelsen gjennomføres umiddelbart etter anmeldelsen, dvs. det ikke gjennomføres dekningskontroll. Slike umiddelbare rettsstiftelser - bl. panterrettigheter utlegg og konkurs. Rettsverntidspunktet vil i slike tilfeller være sammenfallende med anmeldelsestidspunktet.

Et særlig spørsmål ved både godtroerverv og kreditorekstinksjon er hvilken transaksjon som er relevant ved vurderingen av erververs rettsvern ³⁷

Ved handelstransaksjon – instrumentene først gå fra selger til selgers megler, deretter fra selgers megler til kjøpers megler, for så til slutt overføres fra kjøpers megler til kjøper.
[separate omsetningsledd / selvstendige transaksjoner]

Dette skaper neppe problemer i forhold til rettsverntidspunktet, idet instrumentene individualiseres for levering på det samme tidspunktet i forhold til alle tre transaksjoner.

6.4 Når har skillet betydning

Når det gjelder selgerens rettsvern. Avtaleforholdet mellom selger og megler kan altså sies å være generisk bestemt også ved handel med VPS-registrerte verdipapirer. Megleren har kun krav på å få overført verdipapirer av en bestemt type.

³⁷ Se Innst. O. nr. 47 (2001-2002)

7. Særlig om kreditorer og registrerte finansielle instrumenter.

7.1 Utgangspunkt.

Problemstillinger knyttet til rettsvern og kreditorer vil i hovedsak utløses når skyldneren har investeringskonto i VPS, og det er nødvendig for kreditor å registrere konkurs eller utlegg i VPS for å sikre sin rett. Rettsvernspørsmålet i forhold til kreditorer kan dreie seg om en konflikt mellom omsetningsserverver og *avhenders* kreditorer eller kreditorene seg imellom. For kreditorene vil spørsmålet gjelde tidspunktet for oppnådd rettsvern i forbindelse med beslag i finansielle instrumenter.

Etter den gamle vpsl. (1985) § 5-3 gjaldt det særlige rettsvernsregler for å oppnå vern i forhold til en konkursåpning hos debitor. Etter vpsl. § 5-3 var rettsvern for en frivillig stiftet rettighet betinget av at den var registrert senest dagen før konkursen ble registrert. Det var et vilkår for begge rettighetene at de måtte registreres. Et konkursbeslag ville likevel gå foran et registrert frivillig avtaleervert dersom konkursåpningen ble registrert senere samme dag.

De spørsmål som *Utvalget* måtte vurdere i forbindelse med lovrevisjonen var spørsmål knyttet til forholdet mellom en omsetningsserverver og en kreditor (utleggstaker eller konkursbo) som utleder konkurrerende rettigheter fra avhenderen. For det første når avtaleerverters rettsvern skal anses inntrådt. (rettsverntidspunktet) og for det andre om konkurrerende rettigheter med rettsvern skal prioriteres etter tidspunktet for når rettsvern oppsto, eller om det bør videreføres særregler for utlegg og konkurs.

I motsetning til hva som gjelder etter alminnelig tingsrett må imidlertid konkurs og utlegg registreres i registeret for å oppnå rettsvern mot konkurrerende omsetningsserververe.

Selve registreringen må skje gjennom kontofører. Registrering av konkursen på konti i VPS må for øvrig skje så raskt som mulig ettersom boet først får rettsvern for sitt beslag fra det tidspunkt konkursen er **registrert** i VPS, jf. vprl. § 7-1 om kolliderende rettigheter.

En registrert rettighet går foran en rettighet som ikke er registrert eller som er registrert på et senere tidspunkt. Kravet om at rettigheter skal være registrert gjelder for alle typer av rettigheter. Ingen form for rettighet (f.eks. ved tvangsfullbyrdelse eller konkurs) er gitt noen fortrinnsrett på grunn av rettighetens karakter.

I forretningsvilkårene reguleres rettsverntidspunktet til kreditorbeslag til tidspunktet for overføring, jf. "forretningsvilkårenes" pkt. 7.2.

Etter den tidligere verdipapirsentralloven var det særskilte regler om kreditorekstinksjon som gjorde at utleggstaker og konkursbo kunne ekstingvere konkurrerende omsetningsserververe, selv om utlegg og konkurs er registrert på et senere tidspunkt enn den konkurrerende omsetningsserververs rettighet. Dette ble begrunnet med at en slik særskilt ekstinksjonsregel ville innebære en vesentlig hindring til å gjennomføre løpende registrering av overføringer, eventuelt flere oppgjør om dagen (se Innst.O. nr. 47 (2001-2002) og NOU 2000:10 s. 129)

Det er vanligvis bare frivillige erververe som kan påberope seg hensynet til omsetningens sikkerhet som grunnlag for vern overfor ikke-publiserte rettigheter. Kreditorer kan ikke gjøre gjeldende at de stolte på registrenes legitimasjon og derfor må kunne ekstingvere de ikke-registrerte rettigheter.

- Krav til registrering som vilkår for vern overfor kreditorbeslag begrunnes i stedet med hensynet til å hindre kreditorfiendtlige disposisjoner eller såkalt boforringelse.

7.2 Særlige spørsmål vedrørende oppgjør.

For kreditorene hvor en deltakerbank går konkurs gjelder det særlige rettsvernsregler for oppgjør og avregning. Disse finner vi i betalingsystemloven. Her beskytter man mot krav fra boet om omstøtelse av sikkerhet for eldre gjeld. Dette er en del av de garantiordningene som

er etablert for å redusere oppgjørsrisikoen for deltakerne i oppgjøret. Konkursboet kan derfor ikke hindre at sikkerheter realiseres i oppgjøret selv om deltaker er insolvent.

8. Selgende meglers rettsvern.

8.1 Problemstillingen.

Rettsvern for selgende megler må bygge på hans rett i forholdet til den selgende sluttkunde. Når det er inngått avtale om en verdipapirhandel i VPS-registrerte verdipapirer er utgangspunktet at levering skjer ved en overføring av verdipapirregistreringer fra selgerens til kjøperens investorkonto. Dette utgangspunktet gjelder hvorvidt avtalen er inngått direkte mellom selger og kjøper, eller hvor det er benyttet verdipapirforetak som meglere i handelen.ⁿ¹⁸ Ved en megler-megler transaksjon vil instrumentene på vei til kjøperens investorkonti også passerer gjennom en eller to meglerkonti.

For rettsvernspørsmålet i forholdet mellom selgende sluttkunde og selgende megler er spørsmålet om megler har en rettsvernet rett til å få overført verdipapirene fra selgerens konto for dekning av sine forpliktelser overfor motparten i handelen. Når megleren oppnår rettsvern for sin rettighet innebærer det at selgeren ikke lenger har full disposisjonsrett overfor investorkontoen og megleren blir vernet overfor konkurrerende rettighetshavere som utleder sin rett fra selgeren. VPS-systemet må da sperre for konkurrerende overføringer til andre rettighetshavere dersom disse gjelder de verdipapirer som dekkes av meglerens registrerte overføringsordre.ⁿ⁷¹

8.2 Selgende meglers rettsvern eller kjøperens rettsvern.

Vphl. § 11-1 regulerer ansvarsforholdene mellom partene når et (eller flere) verdipapirforetak opptrer som mellommann ved en verdipapirhandel. Foretaket får etter bestemmelsen et selvstendig ansvar for oppfyllelse både for oppdragsgiveren og motparten. Dette innebærer at ved en megler-megler handel har den kjøpende sluttkunde kun et avtaleforhold med sin egen kjøpende megler, og selgeren har kun et avtaleforhold til sin selgende megler.

Som jeg straks kommer tilbake til skjer det ved innføring og oppgjør av en handelstransaksjon opptil flere overføringer av verdipapirregistreringer i VPS. Spørsmålet er om man skal se alle

disse registreringene under ett eller om de skal vurderes som flere separate rettsforhold. Problemstillingen dreier seg om hvem som i realiteten skal anses som **rettighetshaver** for overføringsordrene for overføring fra selgende investors VPS-konto. Dette har ikke betydning for selve spørsmålet om rettsvernstidspunktet i forhold til hovedregelen i vprl. § 7-1, men det kan bl.a. ha betydning for vurderingen av tilleggsvilkårene i vprl. §§ 7-2 flg.

Selv om kjøperen og selgeren ikke står i noe direkte rettsforhold til hverandre, kan det likevel spørres om det er hensiktsmessig å analysere kjøpende meglers rettsvern for seg. Etter de underliggende forhold skal det skje en overføring av en avtalt beholdning verdipapirer fra selgerens til kjøperens investorkonti. For et slikt synspunkt kan det anføres at megleren ikke har noen selvstendig rett i verdipapirene, men kun opptrer som mellommann på vegne av investorene. Tilsvarende har de særlige registreringsforhold blitt anført for det samme synspunkt. Megler har kun en rett til å utføre registreringer som registreringsberettiget jf. vprl. § 6-1 som kontofører investor eller fullmaktshaver for den enkelte handel. Likevel er det slik at det er kun megleren som har krav mot selgeren. Og de ovennevnte synspunkter ville medføre at selgende meglers rolle som rettighetshaver ikke blir tilstrekkelig vektlagt.

Betydningen av at selgende meglers rettsvern blir vurdert separat er at det belyser det forhold at selgende megler godt kan ha rettsvern for sine rettigheter selv om kjøpende sluttkunde ikke har rettsvern overfor sin motpart. Det er rettsvernsspørsmål i to forskjellige rettsforhold. At verdipapirene overføres fra selgende sluttkunde er ikke et vilkår for at en kjøpende sluttkunde skal få oppfyllelse. Megleren har selvstendig oppfyllesesansvar også i forhold til motparten jf. ovenfor, og kan sørge for dekning på annen måte. Nok et poeng er at også megleren kan være rettsvernet mot konkurrerende rettigheter på selgersiden, uten at dette nødvendigvis behøver å innebære at en bestemt ny eier er sikret rett til verdipapirene. Bare i tilfelle selgende megler ved *selvinntrade* inngår i en handel vil hans rettsstilling være lik en kjøpers.

Selgende meglers rettsvern er den generelle angrepsvinkel både for rettsvernet for selger-megler transaksjoner og for konto-til-konto overføringer.

Når megleren er antatt å ha oppnådd rettsvern for sin rettighet innebærer det at selgeren ikke lenger har full disposisjonsrett overfor investorkontoen. Megleren er vernet overfor konkurrerende rettighetshavere som utleder sin rett fra selgeren. VPS-systemet må da sperre

for pantsettelse og for overføringer til andre rettighetshavere dersom disse gjelder de verdipapirer som dekkes av den første registrerte overføringsordre.³⁸

8.3 Kolliderende rettigheter.

De kolliderende rettigheter som kan oppstå for selgende megler: Vil for det første kunne være tale om andre frivillige rettsstiftelser som utleder sine rettigheter fra selgeren. Herunder pantsettelse og andre begrensede rettigheter. For det andre kan det være tale om kolliderende kreditorbeslag. Videre kan det oppstå konflikter med en kjøpende megler som har sikkerhetsrett i innkjøpte verdipapirer etter vphl. § 11-5.

Alle rettigheter i registrerte finansielle instrumenter må i.h.t. hovedregelen registreres for å oppnå rettsvern, jf. vprl. § 7-1.

Har megleren registrert alle overføringsordrene vil ikke rettsvernreglene ha noen praktisk betydning. Prioriteten i forhold til andre overføringsordre vil først få betydning hvor disse er registrert av andre meglere. Får andre overføringsordre etablert prioritet foran meglerens egen rettighet vil dette utelukke eller avspise hans dekningsgrunnlag.

8.4 Ulike tidspunkt for når rettsvern kan inntre

I teorien har det vært uenighet om hvilket tidspunkt som skal være avgjørende i.f.t. rettsvirkningen rettsvern. Det gjennomføres i forbindelse med handelstransaksjoner flere registreringer av de overføringer av rettigheter som skjer mellom partene: selger – selgende megler – kjøpende megler – kjøper. Tas det utgangspunkt i den vanligste formen for megler-megler handler gjennomføres disse med fire ulike registreringer.

Registreringene som inngår i en handelstransaksjon er normalt følgende:

- For det første skal det skje en registrering av avtaleforholdet mellom selgende investor og selgende megler. På oppgjørsdagen har selgende megler krav på å få verdipapirene overført og han anmelder i denne sammenheng en selger-megler transaksjon om overføring.

³⁸ Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 63

- Den neste registreringen som finner sted er av avtaleforholdet mellom selgende megler og kjøpende megler, gjennom to megler-megler transaksjoner.
- Til sist registreres megler-kjøper transaksjonen som representerer avtaleforholdet mellom kjøpende megler og kjøpende investor.

Problemstillingen knytter seg til hvilken innføring i forbindelse med en handelstransaksjon som skal anses som rettsvernakten "registrering" jf. vprl. § 7-1, første ledd. Jeg vil først se på ulike alternative rettsverntidspunkter som har vært anført som aktuelle.

Alternative rettsverntidspunkter.

Spørsmålet er hvilken rettsvirkning de ulike prosedyrene i oppgjørssystemet skal ha, og således hvilket tidspunkt som blir det avgjørende for når de ulike aktørene oppnår rettsvern for sine rettsforhold. Flere alternative rettsverntidspunkter har vært anført relevante for når rettsvern virkningen rettsvern skal inntre. I det følgende vil jeg redegjøre for ulike rettsverntidspunkter som har vært aktuelle for å oppnå rettsvern og hvilken betydning de ulike alternativene vil ha med hensyn til selgende meglers rettsvern.

-1. For det første kunne det være aktuelt at rettsvern ble etablert fra innføringen av transaksjonen i den daglige journal på handelsdagen. Hadde innføringen vært avgjørende ville meglers vern for overføring av verdipapirene være etablert allerede når salgsoppdraget innmeldes til VPS.

Et spørsmål som vil være aktuelt hvis innføringen er aktuell for rettsverntidspunktet er hvorvidt megleren har krav på de verdipapirer som fremgår av selgerens VPS-konto på handelsdagen. Leveringen av verdipapirene er jo avtalt med oppgjørsfrist på normalt fire dager. Spørsmålet knytter seg til om salgsoppdraget er en tilstrekkelig individualisering av rettsforholdet. Så lenge det anses å være en generisk bestemt ytelse, kan dette brukes som argument mot at registrering fra journalinnføring av selger-megler transaksjon skal innebære noe rettsvern. Det forutsettes for å oppnå rettsvern at de finansielle instrumentene samtidig individualiseres og avhender må fratras rådigheten over disse. Dette synes da vanskelig når

individualiseringen av de finansielle instrumenter først blir identifisert ved dekningskontrollen. Videre vil rettsvern ved innføring medføre at det ikke kan registreres handelstransaksjoner dersom avhender ikke har dekning på sin konto handelsdagen.

Er journalinnføringen avgjørende, dvs. rettsvernet, kan bare registreringer som er foretatt før megleren innfører sin egen transaksjon forstyrre deknningen.

Når det gjelder om rettsvern bør inntre fra journalinnføring har det vært anført mot dette synspunkt, at rettsvern for en handelstransaksjon ved journalinnføringen i realiteten ville være å gi rettsvern til en registrering av en "avtale" om overføring av et antall verdipapirer.

Rettsvern for avtaleposisjoner i oppgjørsfasen antas å være en lite heldig løsning.

I tillegg kan det i den mellomliggende periode også inntre endringer i registeret ved at overføringen annulleres eller endres. Rettsvern måtte i så fall trekkes tilbake.

Som et hensyn for at overføringsordrer burde gis rettsvernsvirkinger kan det anføres at dette ville gi selgende megler sikkerhet for sin rettsposisjon på et tidligere tidspunkt enn om tidspunktet fastsettes til senere i oppgjørprosessen. Dette ville føre til større forutberegnelighet for den rettighetshaver som søker sin rettighet vernet. Det har ikke vært uenighet hva som kreves for å anse et registrert finansielt instrument for individualisert. Det kan derfor anføres at registrering av overføringsordren er tilstrekkelig individualisering av de finansielle instrumenter til at disse blir "reservert" på selgers VPS-konto for fremtidig levering til selgende megler. Etter et slikt resonnement vil det være fullt forsvarlig å tillegge overføringsordren rettsvernsvirkinger.

-2. Et annet alternativ er at rettsvern først oppnås når handelen er gjennomført i oppgjørssystemet. Det vil si at rettsvern først vil være etablert ved oppdateringen av investorregisteret.

En vanlig handelstransaksjon gjennomføres på fire dager inkludert oppgjørsdag (T + 3). For selgende megler ville en slik regel bety at hans rett må vike dersom det registreres kolliderende rettigheter i de mellomliggende dager fra handelen først innføres i daglig journal til oppgjøret er sluttet ved oppdatering etter fjerde dagen.

-3. Et tredje alternativ ville være en mellomløsning. Overføringsordrene gis rettsvern fra daglig journal stenger dagen før oppgjørsdag. Fra dette tidspunkt har ikke megler eller kontofører lenger mulighet til å korrigere egne registreringer i daglig journal. Fra dette tidspunktet påstartes dekningskontrollen som klargjør transaksjonene til oppgjør på oppgjørsdagen.

Her vil megleren komme bak kolliderende rettigheter som registreres etter hans egen registrering, men før oppgjørsdagen. Også i dette tilfellet vil megleren være tilnærmet uten vern i den mellomliggende periode frem til VPS-registeret stenger dagen før oppgjørsdagen. Her vil likevel dette utgjøre en dag mindre enn for alternativ 2.

Vedr. valg av rettsvernstidspunkt.

Fra handelen først innføres i daglig journal til oppjøret er sluttet og oppdatering av investorregisteret blir det en mellomliggende periode på fire dager. Som vi ser av alternativene ovenfor vil dette medføre at tidspunktet for når selgende megler kan variere ut fra fastsettelsen av registreringstidspunktet. Valget av rettsverntidspunkt vil ha betydning i relasjon til alle parter i registreringsprosessen, men vil ha særlig betydning for selger-megler transaksjonen. Det er her den reelle overføringen av de registrerte finansielle instrumenter foretas.

Selgende meglers rettsvern etter gjeldende rett.

VPS' forretningsvilkår pkt. 7 oppstiller registreringstidspunktet som skal ha rettsvernvirkning etter verdipapirregistreringsloven kap. 7. For handelstransaksjonene bestemmer forretningsvilkårene at en rettighet er registrert ved oppstarten av oppjøret, jf. 7.3. pkt. Dette presiseres nærmere til det tidspunkt da rettighetsregisteret påbegynner kontrollen av at det er dekning for rettighetene som meldes inn i forbindelse med oppjøret, den såkalte dekningskontrollen.

Vurdering av selgerens rettsvern.

Slik forretningsvilkårene lyder i dag, har ikke selgende megler rettsvern i den mellomliggende periode fra rettigheten meldes inn til VPS handelsdagen frem til verdipapirregisteret stenger dagen før oppgjørsdag. For megleren vil dette innebære at han kan risikere å komme bak

kolliderende rettigheter som registreres senere, men før oppgjørsdagen. Dersom selgeren i mellomtiden går konkurs eller det tas utlegg, eller andre kolliderende rettigheter blir **registrert** i VPS senest siste mellomliggende dag. N Bergo, Børs- og verdipapirretten

Det hadde for selgende megler vært mer fordelaktig om alternativet med journalinnføringen som rettsvernstidspunkt hadde vært valgt. Etter dette alternativet ville bare registreringer foretatt før hans egen selger-megler transaksjon ble innført i daglig journal kunne avkorte hans rettigheter. Dette gjelder både konkurrerende kreditorbeslag og frivillige rettstiftelser.

8.5 Andre spørsmål m.h.t. rettsvernsspørsmålene

Rettsvern i inntransaksjoner.

I det foregående har det vært forutsatt at det har foreligget tilstrekkelig dekning av de bestemte verdipapirer ut ifra selgers beholdning på handelsdagen. Etter at selger-megler transaksjonen er innført i daglig journal gjennomfører VPS allerede første dagen en *matching* av de finansielle instrumenter på kontoene som meldingene gjelder mot overføringsordrene. De verdipapirregistreringer som allerede fremkommer på investorkontoen er naturligvis regnet med, men i tillegg aksepteres det også dekning i det man kaller kontrollerte inntransaksjoner. Dette er registrerte ordrer om overføring av verdipapirer til kontoen.³⁹

Det kan altså tenkes at den eneste dekning for en selger-megler transaksjon er en annen overføring til kontoen. Rettsforholdet i forhold til selger kan ikke være noe annerledes enn etter beholdning som allerede er registrert på kontoen. Det kan likevel spørres om megler kan få etablert rettsvern for de verdipapirene dette gjelder. Overfor kolliderende rettighetshavere reguleres dette i forhold til den tidligst registrerte rett jf. vprl. § 7-1 og må vel derfor besvares bekreftende.

Dette vil nok ikke være bestemmende for rettsvern overfor selgerens suksessorer. I forhold til selgerens hjemmelsmann kan det imidlertid ikke være noen beskyttet rett for selgende megler. Dette er en problemstilling om kjøpende megler kan hindre at verdipapirene overføres videre til kjøper. Som kjøperens hjemmelsmann kan ordren fortsatt annulleres frem til disse anses

³⁹ Bergo, Oppgjør og rettsvern s. 67.

overlevert til kjøperen. Denne problemstillingen vil jeg se nærmere på i kap. 9 som omhandler kjøpende meglers rettsvern.

Individualisering av de finansielle instrumentene

Jeg har i kap. 6 redegjorde for kravet til individualiseringen av de finansielle instrumenter som et krav for å etablere rettsvern. Kravet får betydning også for når selgende megler kan oppnå rettsvern overfor selger.

Når det er inngått en avtale om et bestemt antall verdipapirer plikter i utgangspunktet selgeren seg kun til å overføre det avtalte antall av den bestemte type verdipapirer på oppgjørsdagen. De enkelte verdipapirers identitet er uten betydning. Hvordan selgeren velger å dekke kjøpet spiller ingen rolle, så lenge han fremskaffer verdipapirene innenfor oppgjørsfristen. Rettsforholdet mellom selger og megler kan altså sies å være en genuskontrakt. Noe krav om å få overført de verdipapirer som inngikk i selgerens beholdning på handelsdagen kan ikke *anføres*.

En avtale om kjøp av VPS-registrerte finansielle instrumenter vil være en generisk bestemt ytelse. Rettsvern kan tidligst inntre når gjenstanden er individualisert. Individualiseringen skjer i forbindelse med dekningskontrollen.

I forhold til et kreditorbeslag, vil en registrering gjelde alle verdipapirer som er registrert på kontoen. Beslaget vil dermed virke som en generell sperre for alle overføringer fra kontoen etter at det er innført. Dette må i forhold til individualiseringen være tilstrekkelig for å oppnå rettsvern.

9. Kjøpende meglers rettsvern

9.1 Generelt om kjøpende meglers rettsvern.

I forholdet mellom selgende og kjøpende megler vil ikke det oppstå særlige rettsvernsproblemer da det ikke er registrering i beholdninger av verdipapirer mellom disse. Den neste registeroverføring av de finansielle instrumenter skjer i forhold til megler-kjøper transaksjonen. Det sentrale spørsmålet vedrørende kjøpende meglers rettsvern i forhold til

kjøperen gjelder tilbakeholdsretten i de finansielle instrumentene jf. vphl. § 11-5. Denne bestemmelsen gir kjøpende megler en særskilt sikkerhetsrett som jeg skal se nærmere på i det følgende.

9.2 Kjøpende meglers sikkerhetsrett.

Verdipapirforetak som opptrer som mellommenn i verdipapirhandler kan under omstendighetene måtte forskuttere kjøpesummen overfor den andre part eller i visse tilfeller yte innkjøpskreditt jf. vphl. § 8-2 overfor kjøpende investor. Etter vphl. § 11-5, første ledd har verdipapirforetaket da "**tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver.**" Bestemmelsen gir verdipapirforetak en særskilt sikkerhetsrett som reduserer verdipapirforetakets oppgjørsrisiko. Annet og tredje ledd gir regler om en særskilt salgsrett til dekning for foretakets krav *som springer ut av avtaleforholdet*. Problemstillingen i dette kapitlet er hvorvidt selgende megler har **rettsvern** for denne sikkerhetsretten.

Tilbakeholdsretten er et alminnelig kontraktsrettslig prinsipp som springer ut av prinsippet om ytelse-mot-ytelse. I gjensidig bebyrdende kontraktsforhold er den ene parts plikt til å yte betinget av at motytelsen blir prestert. I forholdet mellom partene i en verdipapirhandel i finansielle instrumenter innebærer denne regelen at verdipapirforetaket ikke har plikt til å overføre de i finansielle instrumenter til kjøper før denne har betalt. Kjøpende megler er gitt et vern ved sikkerhet i egen ytelse.

Men meglers tilbakeholdsretten har først og fremst sin viktigste funksjon i forhold til kolliderende kreditorbeslag hos kjøperen, og i forhold til pretenderende rettighetshavere som utleder sin rett fra kjøperen. Spørsmålet her blir altså om meglers tilbakeholdsrett kan hindre kreditorbeslag til egen dekning og i hvor lang utstrekning de har rettsvern for en slik rett i forhold til ulike tredjemenn. Kjøpende megler er selv kjøperens hjemmelsmann, slik at hjemmelskonflikten ikke vil aktualiseres i forhold til stansingsretten mellom meglers tilbakeholdsrett og sluttkunden.

Utgangspunktet for drøftelsen er at en kjøpende megler kan hindre overføring av verdipapirene til kjøperen før den endelige transaksjonen til kjøpers investorkonto. Ved tilbakeholdsrett i tradisjonelle kjøpsforhold er sikkerhetsretten som regel tapt ved *overgivelse* av den fysiske rådgivningen i løsøre eller andre fysiske gjenstander. Som nevnt er VPS-systemet anlagt som et dematerialisert rettighetsregister slik at spørsmålet blir å klarlegge hvilket

tidspunkt som vil utgjøre et tilsvarende skjæringspunktet for overføring av rettigheter i VPS-systemet.

Jeg skal først se på verdipapirforetakets vern overfor konkurrerende kreditorer.

Stansingsretten har en viktig funksjon ved at den etablerer rettsvern for megleren overfor kolliderende kreditorbeslag hos kjøperen. Utgangspunktet er at når en skyldner blir tatt under konkursforretning får selgeren krav på dividende jf. dekningslovens (deknl) kap. 9. Unntak gjelder hvor kreditoren har separatist- eller panteretter som følge av avtaleforhold som lovens kap. 7 gir regler om. For konkurs- og utleggsforretninger gjelder videre hovedreglen i deknl. § 2-2, hvoretter et beslag i eiendeler hos skyldneren kun kan tas i eiendeler som "tilhører skyldneren".

Kjøpende meglers stansingsrett har altså også en side til dekningslovens regler i kap. 4 som regulerer skyldnerens kontraktmessige forpliktelser. Spørsmålet er her om dekningslovens generelle regler gir noe ytterligere vern for kjøpende megler enn det megleren vil ha etter vphl. § 11-5. Dessuten må det spørres om rettsvernsreglene i vprl. vil supplere *disse* bestemmelsene ettersom tilbakeholdsretten jo er en rettighet i et registrert finansielt instrument.

Selgers [kjøpende meglers] rett til å holde tilbake egen ytelse følger av deknl. § 7-2 som bestemmer at denne kan utøves av selgeren fra det tidspunkt det viser seg "at skyldneren mangler midler til å oppfylle sin del av en gjensidig tyngende avtale i rett tid". Er ytelsen alt overgitt til skyldneren [kjøpende investor] følger det av deknl. § 7-7, annet ledd at det må ha vært tatt gyldig forbehold for at hevingsretten skal være i behold. At det her er tale om hevingsrett i stedet for stansingsrett kan ikke utgjøre noen forskjell i realiteten. En rett til å heve vil innebære at selgeren har krav på å få sin ytelse tilbakelevert, og har således en særlig dekningsrett i disse.

Meglerens tilbakeholdsrett etter vphl. § 11-5 kan ses som en begrenset rett eller legal panterett som er utledet fra kjøperen. En slik rett skulle kreditorene kunne ekstingvere dersom megleren ikke registrerer den jf. *hovedreglen* i vprl. § 7-1, første ledd for å oppnå rettsvern. Det gjøres ulike registreringer av avtaleforholdet mellom selgende megler og kjøper. I forhold

til meglerens rettsvern blir det da en særlig problemstilling i forhold til om disse registreringer er tilstrekkelig for å etablere rettsvern for megler. Eller om manglende registreringer betyr at megleren blir stående helt uten vern.

Ordlyden i vphl. § 11-5 oppstiller ikke noe krav til *besittelse* av verdipapirene. Spørsmålet er altså om det for VPS-registrerte verdipapirer også må suppleres med et vilkår om at verdipapirene ikke er "overgitt".

Deknl. §§ 7-7 og 7-2 gjelder etter ordlyden for alle kontraktsforhold. Selv om bestemmelsene nok har vært utformet med overføring av fysiske gjenstander for øye, var nok ikke meningen å utelukke andre gjensidige avtaler. Vilkåret om "overgivelse" passer dog også i mindre grad til dematerialiserte rettsvernssystemer som bygger på registrering. I stedet må dekl. §§ 7-2 og 7-7 forstås slik at rettsvern for kjøpende megler må bero på et *tilsvarende* skjæringspunkt som *overgivelse* av fysiske gjenstander.

Løsningen må bli at megleren har rettsvern inntil det skjæringspunkt som tilsvarer "overgivelse" etter dekl. §§ 7-2 og 7-7. Eller sagt på annen måte, overgivelsen er det avgjørende skjæringspunktet for når vprl. § 7-1 krever "registrering" som vilkår for rettsvern overfor kreditorbeslag.

Etter **dekl. § 7-9** har megleren vern overfor kreditorene også om verdipapirene blir overgitt til boet, dersom overgivelsen først skjer **etter** tidspunktet for konkursåpning. Det gjelder altså enkelte særregler for meglerens rettsvern overfor konkursbeslag.

Også et utlegg i VPS-registrerte verdipapirer kan tas i investorkontoen som sådan. Beslaget vil for så vidt også gjelde verdipapirer som er på vei inn på kontoen.ⁿ⁴³ Meglerens rett til å stanse overgivelsen og heve kjøpet kan dog ikke anses avkortet, og utleggstaker har ikke hjemmel for å ekstingvere denne typen hjemmelsinnsigelser. Skyldnerens eiendomsrett vil i henhold til vprl. § 7-1 først være beskyttet når verdipapirene er å anse som overgitt til kjøperen. Først da er megleren en suksessor som må registrere sin rett i VPS. Det er også et poeng at utlegg ikke bør ha større gjennomslag enn konkursbeslag.

Et vilkår for å kunne utøve separatistretten er at det ikke er etablert rettsvern for kundens erverv. Det sentrale spørsmål blir da både for konkurs og utleggstakers vedkommende når i overføringsprosessen megleren ikke lenger har den *nødvendig rådigheten* eller kontroll over rettighetsforholdene.

Det første spørsmålet i denne relasjon er om megleren har rettsvern når han har stanset overføringen av de finansielle instrumentene til investors VPS-konto.

For det første kan kjøpende megler hindre overføring til kjøpende investors VPS-konto ved å unnlate å registrere denne delen av handelstransaksjonen. Dette kan han gjøre ved å allokere de finansielle instrumenter som inngår i handelen over til sin egen mellomregningskonto i VPS.

Megleren kan annullere en overføringen inntil VPS stenger dagen før oppgjørsdagen. Dette vil normalt være kl. 20.00 da registret stenger før det åpner igjen etter oppdatering kl. 07.00 neste dag. Men kan også være kl. 11.30 når registret stenger før dagens andre oppdatering som foretas kl. 12.00. Når ...

Retten til å stanse overføringen er i behold altså til VPS stenger dagen før oppgjørsdag. Etter dette tidspunkt anses

I den grad de VPS systemet kan sies å bygge på legitimasjonssynspunkter.

For det andre må kjøpende megler kunne registrere en megler-kjøper transaksjon med forbehold om betaling fra kjøperen.

(Teknisk stansing. ?)

Dekningslovens regler gir derimot ikke rettsvern overfor frivillige suksessorer av kjøperen. Den neste delen vil derfor behandle kjøpende meglers rettsvern overfor pretenderende kolliderende tredjeparter som utleder sin rett fra avtale med kjøperen.

Rettsvern for sikkerhetsretten i forhold til frivillige tredjeparter. Tilbakeholdsretten etter vphl. § 11-5 gjelder etter sin ordlyd også overfor kjøperens suksessorer. Spørsmålet er om frivillige suksessorer kan ekstingvere meglerens rett til tross for at han er vernet overfor investorens kreditorer.

Ser man på rettsvernregler for andre formuesobjekter er det ofte en parallellitet mellom rettsvern overfor suksessorer og kreditorer. For eksempel krever ekstinksjonsl. § 1 "overlevering" for begge tilfeller av godtroekstinksjon.

Etter den tidligere gjeldende verdipapirsentralloven gjaldt det særlige regler for rettsvern i forhold til konkurs.

Den frivillige stiftede rettighet fikk kun rettsvern dersom den var registrert senest dagen **før konkursåpningen**. Etter den nye verdipapirregisterloven likestilles registreringstidspunktene for konkurs og frivillige stiftede rettigheter. **For kjøpende megler er det også i forhold til kjøperens suksessorer avgjørende at verdipapiren ikke anses "overgitt" til kjøperen på tidspunktet for registrering av kolliderende rettighet på investors VPS-konto. Eller hans separatist eller panterett i verdipapirene må være registrert før den pretenderende rettighetshaver i de finansielle instrumentene.**

9.3 Nærmere om overgivelsen.

Problemstillingen i denne delen gjelder når de innkjøpte verdipapirer er å anse som "overgitt" fra megleren til kjøperen i forbindelse med oppgjør av en handel.

Registerhjemmel er det formaliserte uttrykket for eiendomsrett til objektene.

Tilbakeholdsrett i de mer etablerte realregistre har vært utøvet ved tilbakehold knyttet til overføring av hjemmel i registeret. For realregistre som for eksempel tinglysningsregisteret for fast eiendom som jo også var forbilde for VPS-systemet er vilkåret om overgivelse knyttet til hvor langt man er kommet i hjemmelsoverføringen. Etter tinglysingsloven har selger sikkerhetsretten i behold så lenge registerhjemmel ikke er overført til kjøperen. En analogi ut ifra prinsippene i tinglysingsloven skulle tilsi at man i utgangspunktet må kunne ha rettsvern til hjemmelsoverføringen er foretatt også i forbindelse med overføring av eiendomsrett til VPS-registrerte verdipapirer. **Spørsmålet etter dette blir i så fall hvilket skjæringspunkt som tilsvare** hjemmelsoverføring i realregistre.ⁿ⁴²

Herunder kommer problemstillingen om verdipapirene er å anse som overgitt når de er blitt registrert på kjøperens investorkonto.

Verdipapirregisterloven krever generelt at rettighetene må registreres i verdipapirregister som et vilkår for rettsvern jf. vprl. § 7-1, første ledd. Investors eiendomsrett vil ifølge dette utgangspunktet også være etablert fra det tidspunkt *hjemmelen* eller verdipapirene er registrert på investors VPS konto.

Registreringstidspunktet og således den avgjørende overgivelsen reguleres nærmere i "forretningsvilkårene" pkt. 7

En registrering av en handelstransaksjon viser at verdipapirene som avtalen gjelder er på vei inn på kjøperens konto. Men det er ikke grunnlag for å bygge på at kjøperen er ubetinget eier. Dette taler for at det avgjørende skjæringspunkt i alle fall ikke kan være før kjøpet registreres i VPS.

Ved en megler-megler handel avtales oppgjørsdagen normalt til betalingsdag for kjøpende megler og kjøper.

Skal meglerens **dekningsrett** være i behold kreves da at overføringen til kjøperens konto må **hindres**. Megleren har to måter å hindre at verdipapirene blir ”overgitt” til kjøperen på. For det første kan megleren registrere et forbehold om betaling ved siden av overføringsordren. Dette kan han gjøre samtidig med overføringsordren, men har anledning til å gjøre dette helt inntil før VPS stenger dagen før oppgjørsdagen. For det andre kan megleren overføre verdipapirene til sin egen mellomregningskonto i påvente av betaling fra kjøperen.

.....

Den videre gjennomføringen av oppgjøret må da skje ved hjelp av en konto-til-konto overføring. Denne må megleren vente med å registrere til etter at kjøperen har betalt.

9.4 Meglerens dekningsaksjon.

Her vil jeg kort kommentere hvilken dekningsaksjon kjøpende megler kan iverksettes.

Dekningsaksjonen som megleren kan utføre er *uttrykkelig* angitt i vphl. § 11-5. Megleren kan selge de innkjøpte verdipapirer til dekning av sine krav. Dekningssalget kan skje utenfor namsapparatet. Altså en realsikkerhet i sin egen ytelse uten tvangsgrunnlag jf. reglene i tvangsfullbyrdsloven kap. 4. Bestemmelsen gir anvisning om at verdipapirene skal selges til børskurs. Det er imidlertid intet krav om at de må selges *over børs*.

Salgsretten må gjelde uavhengig av løsningen på rettsvernspørsmålene, dvs. hvordan rettsvernet er etablert må være uten betydning. Men kan naturligvis ikke være ekstingvert av kreditorbeslag eller andre rettigheter. Megleren har etter dette to hjemler for sikkerhet i innkjøpte verdipapirer. vphl. § 11-5 og deknl. §§ 7-2 og 7-7. Noen uttrykkelig salgsretten har han dog bare hjemmel for i vphl. § 11-5. Men hevingsretten etter deknl. § 7-7 vil i praksis innebære at megleren kan selge de finansielle instrumentene til andre etter at han har hevet avtalen.

9.5 Salgsrett utover tilbakeholdstilfellene.

Bakgrunnen for denne problemstillingen er at megleren både som kontofører investor og i enkelte andre tilfelle fortsatt kan ha registreringsadgang på kjøperens VPS-konto til tross for at verdipapirene må anses som overgitt. Dagen etter oppgjørsmiddag er kjøperens investorkonto oppdatert og verdipapirene vil være registrert på dennes konto. Jf. ovenfor er det da *naturlig* å anse de finansielle instrumentene som overgitt.

Så lenge instrumentene er registrert på meglerens mellomregningskonto, vil megleren fortsatt ha større eller mindre kontroll over registreringen *av deknings salg, og av registreringen av andre kolliderende rettsstiftelser på kjøperens konto.*

Spørsmålet om salgsretten er i behold har særlig betydning dersom registreringen på kjøperens investorkonto anses som avgjørende etter dekl. §§ 7-2 og 7-7.

Den tekniske disposisjonsretten over VPS-registrerte verdipapirer kan som nevnt fortsatt være i behold etter bokføring på kjøperens konto. Det er likevel forskjellige hensyn som tilsier at rettsvernet for megleren da må anses som opphørt. I forhold til meglerens salgsrett vil det imidlertid være andre hensyn som gjør seg gjeldende.

9.6 Forholdet til oppdragsgiver. Kjøpende sluttkunde.

10. Rettsvern for sluttkunden (e).

10.1 Rettsvern for kjøpende sluttkunde

Problemstillingen gjelder kjøpende megler og kjøpende sluttkunde. Partsforholdet er det samme som for kjøpende meglers rettsvern men her er rettsforholdet sett fra motsatt synsvinkel.

Utgangspunktet er at verdipapirer som inngår i oppgjøret skal være tilgjengelige for videre omsetning fra oppgjørsmiddag (**Same day fund**). Penger skal på samme måte være disponible og

rentebærende. Kjøperen skal altså etter avtalen ha disse tilgjengelig på sin VPS-konto på oppgjørsdagen.

Rettsvern i forbindelse med overføringen.

Som jeg allerede har nevnt er det ingen beholdningsoverføring over meglerens mellomregningskonto, og dette gjør at det ikke skjer noen særlig rettsvernsetablering i oppgjørsfasen når det gjelder kjøperen.

Sagt på en annen måte er det ingen registrering i forbindelse med megler-kjøper transaksjonen som kan tillegges rettsvirkninger som etablerer en rett for kjøperen til å få overført verdipapirer fra kjøpende megler.

Det oppstår likevel rettsvernsspørsmål i forhold til sluttkunden, men dette løses ikke ut fra verdipapirregistreringsloven da det ikke registreres noen rettighet å etablere rettsvern for. Avtaleforholdet til kjøpende megler tilsier allerede at han likevel har etablert en rett til få de innkjøpte verdipapirene overlevert mot hans betaling av kjøpesummen.

Verdipapirene kommer først til kjøpende megler på oppgjørsdagen når overføringene fra selgende megler har gått igjennom. Megler-megler transaksjonene innebærer imidlertid ikke noen beholdningsoverføringer slik at dette ikke i seg selv medfører at kjøperen etablerer noen rett i.h.t. denne overføringen. Det mangler forbindelse mellom de enkelte overføringer som gjennomføres i systemet i forhold til den faktiske overføring som skjer av verdipapirene.

Kjøpende sluttkunde vil ikke få noen rettsvernet rett til å få overført verdipapirer fra sin megler, selv om megleren har fått verdipapirene overført til seg. I mellomtiden kan det nemlig ha blitt registrert kolliderende rettigheter på meglerens konto. Disse kan i løpe av den mellomliggende periode siden avtaletidspunktet, ha etablert rettsvern for sin rettighet før kjøpende sluttkundes avtale skulle gjøres opp. Kjøperens rettsstilling og oppfyllelse vil derfor være avhengig av at det faktisk er dekning på den kjøpende meglers mellomregningskonto på oppgjørsdagen. I oppgjørsfasen er altså kjøperen uten vern for sin rett til de finansielle instrumentene. Kjøperen vil naturligvis kunne holde tilbake kjøpesummen og sikre at denne ikke går over til megler før han får overført verdipapirene.

Blir oppgjøret imidlertid gjennomført og kjøperen får de bestemte finansielle instrumenter overført på sin VPS-konto erverver han også den fulle eiendomsrett til disse. Og i utgangspunktet kunne disponere fritt over beholdningen på sin konto.

Verdipapirer registrert på meglerens mellomregningskonto.

Under forutsetning at megleren ikke overfører verdipapirene til kjøperen på oppgjørsdagen til tross for at han har disse er registrert på sin mellomregningskonto. vil rettsvernsspørsmålet stille seg litt annerledes. I stedet har overført disse til sin **egen** mellomregningskonto, f.eks. fordi at megleren ønsker sikkerhet for oppgjør av kjøpesummen. Etter at kjøpesummen er betalt lar han verdipapirene forbli registrert på sin egen mellomregningskonto.

Etter dette har kjøperen krav på å få verdipapirene overført etter det underliggende avtaleforholdet. Han må da også anses for å ha oppnådd rettsvern overfor konkurs og andre kreditorbeslag hos megleren i mellomtiden. Dette vil han ha rettslig grunnlag for etter kommisjonsloven (kml) § 53 som bestemmer at "gods, som innkjøpskommisjonæren erhverver for kommittentens regning, er dennes eiendom..". Selv om loven ikke gjelder direkte for dette handel med registrerte finansielle instrumenter, var det uttalt i forarbeidene til verdipapirhandeloven at kommisjonsloven til en viss grad vil kunne anvendes analogisk.

Også her kan det tenkes å oppstå spørsmål om individualisering i forbindelse med den enkelte kjøpers verdipapirer. Sluttseddelen som viser at handelen er avsluttet vil ikke være tilstrekkelig, da de ulike verdipapirtypene ikke kan skilles fra hverandre. Gjør flere slutt kunder krav på de samme verdipapirene, vil det ikke være noe system for "prioritering" eller "ekstinksjon" mellom disse. Løsningen måtte antakelig bli at de måtte dele verdipapirene mellom seg.

10.2 Rettsvern for selgende sluttkunde

Selgende sluttkunde har krav på å få overført kjøpesummen fra sin megler etter at oppgjøret er avsluttet. I forhold til rettigheter i pengebeløp oppstår det rettsvernspørsmål, herunder selgerens separatistrett i pengebeløp. Det faller imidlertid utenfor oppgaven her.

Et annet spørsmål som også oppstår i forhold til selgende sluttkundes rettsvern er hvorvidt han har mulighet til å stoppe overføringen av verdipapirer til meglerne. I forhold til kreditorbeslag må dekl. § 7-2 gjelde tilsvarende med gjennomgang for kjøpende megler. Han må i utgangspunktet ha mulighet til å annullere overføringen, og siste frist for dette er kvelden når VPS-systemet stenger dagen før oppgjørsdagen. Et annet forhold som vil innvirke her er at sluttkunden ikke har samme mulighet til selv å gjøre føringer i daglig journal slik kontofører eller megler har. Men utgangspunktet er altså at dette må kunne gjøres.

Litteraturliste

Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle, Trøbråten. Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave (2002)

Bergo, Knut. Oppgjør og rettsvern i verdipapirsentralen (Særlig om fondsmeglernes rettsvern overfor sluttkunden) Det nye pengesamfunnet (1991)

Bergo, Knut. Børs- og verdipapirrett. Cappelen (2004)

Norges Bank. Penger og Kreditt 3/2003: Verdipapiroppgjøret i Norge.
Husevåg og Bjerkeland

NOU 2005:13 Om forvalterregistrering av aksjer i norske selskaper

NOU 2000:10 Lov om registrering av finansielle instrumenter.

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

www.vps.no

www.norgesbank.no