

**Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag
om ändring av värdepappersmarknadslagen samt till annan lag-
stiftning om clearingverksamhet inom värdepappershandel**

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL

Den gällande värdepappersmarknadslagen reglerar värdepappersmarknadens basfunktioner, dvs. marknadsföring och emission av värdepapper samt handel med värdepapper som har satts i omlopp. Däremot finns det inga motsvarande normer på lagnivå om hur de förpliktelser skall fullgöras som uppkommer i samband med köp av värdepapper. Sådan verksamhet kallas i denna proposition clearingverksamhet. Om handel och clearingverksamhet i samband med standardiserade options- och terminsavtal stadgas särskilt.

Till värdepappersmarknadslagen föreslås bli fogat ett nytt 4 a kap. om clearingverksamhet i samband med värdepappershandel. Regleringen föreslås gälla clearing både av värdepapper i form av fysiska dokument och av värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet. Den föreslagna lagen skall emellertid tillämpas endast på sådana värdepapper i dokumentform, som är föremål för offentlig handel.

Enligt förslaget kan vederbörande ministeriet bevilja koncession för yrkesmässig och regelbunden clearing. Sådan verksamhet får enligt förslaget bedrivas endast av specialiserade aktiebolag, dvs. clearingorganisationer. Sådana företag skall ha ett reglemente där verksamheten bestäms i detalj. För reglementet skall utverkas fastställelse av den behöriga myndigheten. I lagen föreslås allmänna stadganden om verksamheten, t.ex. om de krav som ställs på clearingorganisationerna och clearingmedlemmarna, tryggnad av verksamhetens säkerhet och tillförlitlighet samt ansvarsförhållandena mellan parterna. Som clearingmedlemmar kan enligt förslaget fungera t.ex. värdepappersföretag

och kreditinstitut.

För clearingorganisationer skall gälla samma typ av regleringar som för fondbörsen och optionsföretagen. Den föreslagna lagstiftningen motsvarar den på värdepappersmarknaden i praktiken uppkomna strukturen, som innebär att clearingen sköts av företag som är fristående från handelsparterna. Clearingverksamheten och de i denna deltagande företagen skall enligt förslaget övervakas av finansinspektionen.

Vissa av de föreslagna stadgandena är avsedda att underlätta clearingverksamheten och förenkla förfarandet från marknadsaktörernas synpunkt. Det förtydligas att clearingorganisationerna och värdepappersförmedlarna har rätt att låna värdepapper av varandra och organisera och delta sådan verksamhet i samband av clearingverksamheten. Genom den föreslagna lagen kan värdepappersmarknaden utvecklas så att den blir effektivare, tryggare och tillförlitligare. Propositionen syftar således till att förbättra såväl investerarnas och marknadsparternas som den offentliga maktens ställning på värdepappersmarknaden.

Direktiven i Europeiska unionen förutsätter att inom det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet auktoriserade företag som tillhandahåller investeringstjänster ges tillträde till de nationella clearingsystemen utan diskriminering. De krav som direktiven ställer har beaktats i propositionen. EU-lagstiftningen innehåller tillsvidare inga andra normer som direkt berör clearingverksamhet.

Det föreslås att lagarna skall träda i kraft så snart som möjligt efter det att de har godkänts och stadfästats.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

	Sida
PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL	1
ALLMÄN MOTIVERING	4
1. Beskrivning av clearingverksamheten	4
<i>Clearing av värdepappershandel</i>	4
<i>Clearingförfaranden</i>	5
<i>Risker i anslutning till värdepappersöverlåtelser och clearingverksamhet</i>	6
<i>Clearingverksamhetens betydelse</i>	8
2. Nuläge	9
2.1. Lagstiftning	9
<i>Gällande lagstiftning om värdepappershandel</i>	9
<i>Självreglering</i>	12
<i>Gällande lagstiftning om clearing</i>	13
<i>Kommissionskonton</i>	13
<i>Konkurslagstiftningen</i>	14
<i>Lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988)</i>	15
2.2. Praxis	15
<i>Värdeandelssystemet</i>	15
<i>Helsingfors Fondbörs Ab:s handelssystem</i>	17
<i>Finlands Värdepapperscentral Ab:s clearingsystem i aktiemarknaden</i>	17
<i>Clearing av värdeandelsöverlåtelser</i>	18
<i>Clearing av värdepappersöverlåtelser</i>	19
<i>Penningmarknaden</i>	20
<i>Clearingsystem i penningmarknaden</i>	21
<i>Clearing av penningmarknadshandel</i>	22
<i>Påföljder, tillsyn</i>	24
<i>Masskuldebrevsmarknaden</i>	24
<i>Finlands Banks checkkontosystem och avvecklingen inom värdepappershandeln</i>	24
<i>Avvecklingen</i>	24
<i>Betalningsrörelsen inom värdepappershandeln</i>	26
2.3. Den internationella utvecklingen och lagstiftningen i vissa länder	27
<i>Internationella rekommendationer</i>	27
<i>Europeiska unionen</i>	28
<i>Internationella clearingcentral</i>	29
<i>Euroclear och Cedel</i>	29
2.4. Bedömning av nuläget	30
<i>Avsaknaden av enhetlig lagstiftning om clearingverksamhet på värdepappersmarknaden</i>	30
<i>De självregleringsbaserade förfarandenas bindande verkan</i>	31
<i>Tryggande av förutsättningarna för överlåtelse samt värdepapperslån</i>	31
<i>Förutsättningarna för fullbordande av transaktioner</i>	31
<i>Tomma handelskedjor</i>	31
<i>Värdepapperslån</i>	32
<i>Den internationella konkurrensens inverkan</i>	34
<i>Reducering och förtydligande av den offentliga maktens ansvar</i>	34
3. Propositionens mål och de viktigaste förslagen	35
3.1. Målen	35
3.2. De viktigaste förslagen	37

4. Propositionens ekonomiska verkningar	39
<i>Totalekonomiska verkningar</i>	39
<i>Verkningarna på företagsverksamheten</i>	40
5. Ärendets beredning	40
6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll	42
6.1. Samband med internationella fördrag och förpliktelser	42
DETALJMOTIVERING	43
1. Motivering till lagförslagen	43
1.1. Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen	43
1.2. Lag om ändring av 52 § lagen om värdepappersföretag	88
1.3. Lag om ändring av 2 kap. 4 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer	89
1.4. Lag om ändring av 28 § lagen om värdeandelssystemet	89
1.5. Lag om ändring av 16 § lagen om värdeandelskonton	89
1.6. Lag om upphävande av 3 a kap. 7 § 2 mom. lagen om aktiebolag	92
2. Närmare stadganden och bestämmelser	92
3. Ikraftträdande	92
LAGFÖRSLAG	94
1. Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen	94
2. Lag om ändring av 52 § lagen om värdepappersföretag	101
3. Lag om ändring av 2 kap. 4 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer	102
4. Lag om ändring av 28 § lagen om värdeandelssystemet	102
5. Lag om ändring av 16 § lagen om värdeandelskonton	103
6. Lag om upphävande av 3 a kap. 7 § 2 mom. lagen om aktiebolag	104
BILAGA	105
Parallelltexter	105

ALLMÄN MOTIVERING

1. Beskrivning av clearingverksamheten

Clearing av värdepappershandel

Ett värdepappersköp innebär enkelt uttryckt att säljaren blir skyldig att överlämna vissa värdepapper till köparen. Köparen blir för sin del skyldig att betala köpesumman till säljaren. På en utvecklad värdepappersmarknad sker handeln i ett synnerligen snabbt tempo på särskilda marknadsplatser. Värdepappersägarna anlitar vanligen ombud, t.ex. värdepappersförmedlare, som förhandlar och fullbordar köpen för ägarnas räkning. De som säljer och de investerare som köper värdepapperen kommer i allmänhet inte i direkt kontakt med varandra.

De förpliktelser som är förenade med värdepappershandeln uppfylls i praktiken inte direkt utan det hinner ofta förflyta minst några dagar innan de avtalade köpevillkoren uppfylls. På grund av det uppdrivna handelstempot går det lätt t.ex. så att en värdepappersförmedlare som mottagit ett uppdrag per telefon hinner avsluta transaktionen innan uppdragsgivaren har överlämnat värdepapperen eller köpesumman till förmedlaren. Till värdepappersförmedlarens allmänna förpliktelser hör emellertid att kontrollera att kunden förmår uppfylla sina av uppdraget följande förpliktelser i tid.

Under en handelsdag hinner värdepappersförmedlarna i allmänhet utföra flera kunders uppdrag. Samtidigt kan de dessutom bedriva handel för sin egen räkning. De rättigheter och skyldigheter som sammanhänger med varje enskild transaktion måste fastställas i detalj. För att transaktionerna skall kunna slutföras måste de ifrågavarande värdepapperen eller värdeandelarna överlämnas till köparkunderna och köpesummorna betalas till säljarkunderna. Det mest ändamålsenliga sättet att sköta dessa funktioner är vanligen att hänföra dem till ett från handel fristående förfarande som kallas *clearingverksamhet*.

Tidigare brukade finländska värdepappersförmedlare cleara värdepapperstransaktio-

nerna sinsemellan, enligt vedertagen praxis. Nuförtiden brukar clearingverksamheten emellertid ges i uppdrag åt specialiserade clearingorganisationer. Denna i västländerna allmänna trend är en följd av marknadens utveckling. De marknadsparter som utnyttjar clearingtjänster vill ha noggrann kontroll över att clearingkostnaderna blir jämnt fördelade. Genom att anlita en särskild clearingorganisation är det lättare att kontrollera kostnaderna än inom ramen för ett system där någon av aktörerna sköter clearingen. Inom en sådan clearingverksamhet är det också lättare att kontrollera och avgränsa likviditeten, eftersom centralbankens likviditetskrediter och andra arrangemang kan inriktas direkt på en från marknadsaktörerna fristående clearingorganisation.

Clearingorganisationer har på olika håll i världen grundats antingen i samband med marknadsplatserna, t.ex. vid fondbörserna, eller i anslutning till företag som svarar för förvaring och registrering av värdepapper. Det har också skett en övergång från bilateral clearing till multilateral clearing. I den förstnämnda formen av clearing deltar samtidigt två värdepappersförmedlare, i den sistnämnda flera.

Clearingverksamheten ordnas ofta centraliserat mellan en clearingorganisation och de clearingmedlemmar som denna har godkänt. Typiska clearingmedlemmar är kreditinstitut, andra värdepappersförmedlare samt offentligrättsliga sammanslutningar som deltar i handeln på marknaden. Vid clearingens iakttagas clearingsorganisationens regler, som parterna uttryckligen skall förbinda sig att följa.

En clearingorganisation verkar för de i clearingens deltagande parternas räkning, i syfte att fullborda köpen. Organisationens ställning och uppgifter kan emellertid variera avsevärt i olika länder och på olika marknader. Ett minimikrav är i allmänhet att organisationen klarar av att övervaka dels att värdepapperen faktiskt levereras, dels att likviderna betalas. Clearingorganisationen måste därför stå i fast förbindelse med betalningsförmedlingssystemet.

Clearingen förutsätter flera skeden innan värdepapperen slutgiltigt kan levereras till köparen och säljaren får sin likvid. Först måste det konstateras att transaktionen är bindande för parterna. Därefter överförs äganderätten till värdepapperen samt ordnas leveranserna av värdepapperen eller värdeandelarna samt betalningen av dem.

Inom clearingverksamheten särskiljs i allmänhet fyra olika skeden. Efter avslutet skall det kontrolleras att parterna är eniga om villkoren, t.ex. det värdepappersslag som köpet avser, priset och leveranstidpunkten. Detta skede kallas *matchning* (eng. *matching, confirmation*). Att parterna är eniga kan konstateras på grundval av parternas särskilda besked, men vid automatiserad handel kan matchningen också ske i samband med köpslutet. Därefter skall clearingorganisationen kontrollera att affären uppfyller de förutsättningar som den själv har bestämt i sina regler eller annars. Dessutom skall den undersöka om det i praktiken är möjligt att leveransen sker inom den avtalade tiden. Om dessa förutsättningar är uppfyllda *bekräftas* (eng. *affirmation*) clearingorganisationen affären och åtar sig clearing- en. Organisationens kan i samband med bekräftelsen också själv ta ansvaret för avvecklingen av köpet, antingen genom att gå in som part eller genom att annars garantera slutresultatet.

I *clearingskedet* görs en uträkning av parternas skyldigheter och rättigheter. Efter clearing- en vet man hur mycket respektive part skall leverera eller få i form av värdepapper och pengar. I det sista skedet görs en *avveckling* (eng. *settlement*), de vid clearing- en fastställda förpliktelse-erna. Avvecklingen innebär fullgörande av parternas förpliktelse att betala eller leverera finansiella instrument till varandra, dvs. leverans av t.ex. värdepapper samt inbetalningar på säljarnas konton. Vid clearing iaktas i allmänhet den s.k. *leverans mot likvid* -principen (eng. *delivery versus payment*).

De värdepappersförmedlare som i vårt land verkar som clearingmedlemmar iakttar delvis varierande praxis vid clearing av parti- respektive detaljhandelskunders affärer. Stora investerare, t.ex. utländska kunder, storföretag och fonder kräver att förmedlaren levererar värdepapperen mot betalning. Å andra sidan måste förmedlarna vanligen lita på att en storkund innehar de aktier som ett försäljningsuppdrag avser. Personkunders

betalningsförmåga försöker man däremot i allmänhet få bekräftad på förhand. Vanligen brukar kundernas prestation ställas till clearingmedlemmens förfogande före avvecklingstidpunkten, för att denna skall kunna fullgöra uppdragen. En detaljhandelskund får således inte nödvändigtvis efter sin egen prestation en omedelbar motprestation, utan måste lita på motpartens förmåga att fullborda köpet.

Clearingförfaranden

Tidigare clearades värdepappersaffärer så att säljarens värdepappersförmedlare efter varje avslut levererade värdepapperen till köparens värdepappersförmedlare. Köparens värdepappersförmedlare betalade för sin del köpesumman mot värdepappersleveransen. Clearingen skedde således *per avslut* och *bilateralt*. I och med att transaktionerna ökade i antal och tempot blev snabbare, ökade också de av denna clearingmetod följande kostnaderna och olägenheterna. Därför har man både på de internationella och de inhemska marknaderna gått in för olika typer av avräkningsförfaranden, dvs. *nettning*.

De affärer som har gjorts under en handelsdag brukar vanligen efter avslutad handel samlas ihop för att clearas tillsammans. En värdepappersförmedlare/clearingmedlem har under dagens lopp eventuellt både köpt och sålt värdepapper av samma slag. För att uppfylla köpevillkoren borde han således dels rekvirera och dels själv leverera värdepapper av samma slag. Dessa förpliktelser och tillgodohavanden kan i samband med clearing- en avräknas mot varandra genom nettning. Därefter återstår endast en leveransskyldighet eller fordran per värdepappersslag. Parterna har under dagens lopp också fått ett antal penningfordringar och betalningsförpliktelser. Också dessa kan avräknas mot varandra så att parterna efter clearing- en har antingen en nettobetalningsförpliktelse eller en nettofordran.

Det enklaste nettningsförfarandet arrangeras mellan två clearingmedlemmar. Emellertid kan också flera clearingmedlemmar delta i förfarandet (multilateral nettning).

Nettningsförfarandena kan dessutom grupperas utgående från hur de med transaktionerna sammanhängande avtalsförhållandena behandlas. Vid s.k. positionsnettning (eng. *accounting, position netting*) endast sammanräknas clearingsparternas förpliktelser,

utan att de ursprungliga rättsförhållandena förändras. Om någon av de i nettningen deltagande parterna underlåter att fullgöra sin uträknade leverans- eller betalningsförpliktelse, skall nettningens resultat justeras i motsvarighet till den uteblivna prestationen. I så fall förändras nettokalkylerna också för de övriga parternas vidkommande och en annullering av hela clearingen kan bli nödvändig.

Clearingen kan också innebära att de med värdepappersaffärer sammanhängande förpliktelserna helt och hållet ersätts med nettoförpliktelser som fastställs under clearingförfarandet. De ursprungliga avtalen förlorar sin betydelse i och med att avtalsförhållandena förnyas, dvs. genom den s.k. novationen. De enskilda tillgodohavandena upphör att vara självständiga fordringar som kan verkställas separat. Genom att fullgöra den fordran som fastställts vid nettningen uppfyller parten samtliga vid nettningen beaktade ursprungliga avtal. De som är subjekt i förhållande till förpliktelserna och fordringarna kan sinsemellan på ett bindande sätt avtala om novation, dvs. om att endast nettoförpliktelserna skall fullgöras i stället för de ursprungliga förpliktelserna. Nettningens bindande verkan kan emellertid stadgas också i lagen. Denna form av förpliktelseutjämning kallas nettning genom novation (eng. *netting by novation*).

Nettning ordnas endast mellan en clearingorganisation och dess clearingmedlemmar, t.ex. värdepappersförmedlare. I den nettoandel som vid clearingen fastställs för en förmedlare ingår ofta ett betydande antal avslut för dennes kunders räkning. Förmedlaren tar av sina kunder emot pengar och värdepapper för att kunna fullborda köpen. Sådana kundmedel skall värdepappersförmedlaren vara noga med att hålla åtskilda från sina egna medel. De betalningar och värdepappersleveranser som förmedlaren har mottagit från sina kunder använder han för att fullgöra nettoförpliktelser gentemot andra clearingmedlemmar eller clearingorganisationen. På motsvarande sätt får en part nettoprestationer genom clearingsystemet. Efter nettningen skall värdepappersförmedlaren se till att värdepapperen levereras till köparkunderna och att säljarkunderna får betalt. Därför skall förmedlaren ytterligare ordna en andra, intern avveckling (eng. *internal settlement*) mellan sig själv och sina kunder.

Multilateral nettning genom novation in-

nebär att avtalsförhållandena mellan samtliga clearingmedlemmar ersätts med nettoförpliktelser som avser bestämda värdepappersslag och belopp. Det vore svårt att hänföra sådana förpliktelser till rätt part om inte clearingorganisationen tar ansvar för avvecklingen av köpen. Av denna anledning ordnas multilateral nettning genom novation i praktiken vanligen så att clearingorganisationen blir motpart i förhållande till varje clearingmedlem (eng. *central counterparty*).

Genom nettningssystemet eftersträvas en minimering av värdepappersleveranserna till olika mottagare samt av clearingkostnaderna. Nettoleveranser är inte lika betungande för clearingsystemet som bruttolleveranser. Risken för att clearingsystemet överbelastas minskar således. Nettningen bidrar också till att minska gireringarnas antal och sammanlagda värde. Nettningssystemet binder således mindre belopp likvida medel än ett bruttobaserat förfarande. Nettoförfarandet bidrar dessutom till att minska parternas risker. Ett välfungerande nettningssystem utätter clearingmedlemmarna för endast kortvariga risker, som begränsar sig till nettofordringar.

Den senaste utvecklingen i clearingsystemen tyder å andra sidan på att det håller på att ske en återgång till ett avslutsbundet clearingförfarande. Detta innebär att prestationerna fullgörs till bruttobelopp och bilateralt. I och med att datatekniken utvecklas kan clearingsystemen klara av stora mängder transaktioner. De nya systemen har kapacitet för behandling av mångdubbelt mera information än de tidigare systemen. Dessutom fästs nu större avseende vid de risker som är förenade med clearingen och nettningen. Nettningens rättsligt bindande verkan varierar från land till land. På grund av de osäkerhetsfaktorer som sammanhänger med detta problem förefaller utvecklingen nu gå i riktning mot ett clearingförfarande som grundar sig på bruttoprincipen.

Risker i anslutning till värdepappersöverlåtelser och clearingverksamhet

Värdepappersinvesteringar är alltid förenade med risk för att värdet sjunker. Till värdepappersomsättning och i synnerhet clearing ansluter sig emellertid också andra ekonomiska risker. Dessa är till stor del en följd av att värdepappersavslut, leverans av köpeobjektet och betalningen av köpesum-

man i allmänhet inte kan ske samtidigt. Clearingriskerna i samband med värdepappersöverlåtelser kan indelas i två grupper. En del av riskerna beror på att fullbordandet av köp inom samtliga clearingsystem delvis är beroende av motparten. De övriga riskerna sammanhänger med själva clearingsystemets tekniska funktion och juridiska grundval.

De funktionella riskerna kan äventyra clearingens för det första av den orsaken att clearingsystemen förutsätter tillgång till avancerad datateknik och högklassiga datasystem. För att störningskällor skall kunna elimineras måste de system och datakommunikationer som clearingorganisationen och medlemmarna använder fungera klanderfritt. Under exceptionella förhållanden kan det uppstå avbrott i clearingsystemens funktion. Deltagarna i clearingens måste därför ha färdiga beredskapsplaner och reservsystem för att kunna fortsätta clearingens. Eventuella funktionsstörningar i clearingsystemet måste kunna åtgärdas snabbt. Också inom clearingorganisationen och inom clearingmedlemmarnas egna organisationer kan det uppkomma riskfaktorer, om inte ansvars- och kompetensförhållandena är tillräckligt exakt reglerade. Om handlingsmodellernas bindande verkan eller förfarandenas lagenlighet kan ifrågasättas, sägs clearingens vara förenad med *rättsliga risker*. På det internationella planet aktualiseras ofta t.ex. nettningsförfarandenas och -avtalens bindande verkan inom olika rättssystem. Minimeringen av de funktionella riskerna är särskilt viktig inom värdeandelssystemen, där de rättsverkningar som är förenade med värdepappersinnehav har ersatts med rättsverkningar av registrering. Registreringarnas riktighet är nämligen till stor del beroende av att värdepappersköpen har blivit korrekt clearade och avvecklade.

Motpartsrisken, eller kreditrisken är ett välkänt faktum i alla finansieringssammanhang. Med motpartsrisken avses en avtalsparts risk för att motparten inte vid en avtalad tidpunkt kan fullgöra alla sina avtalsenliga förpliktelser. Om en part redan har hunnit fullgöra sin andel av avtalet, kan kreditrisken leda till att hela hans prestation går förlorad. Ett typiskt kreditriskfall uppkommer då avtalsparten försätts i konkurs. Ett internationellt känt fall är Bankhaus I.D. Herstatt's konkurs. På grund av bankens misslyckade valutaaffärer stängde de tyska myndigheterna bankens kontor i Köln sent

på eftermiddagen 26.6.1974. I New York var det då tidigt på morgonen. Banken hade under dagens lopp av amerikanska banker tagit emot betalningar i tyska mark, för valutaaffärer som skulle clearas enligt avtal. Bankhaus I.D. Herstatt hann emellertid inte betala ut motprestationerna i dollar till sina amerikanska avtalsparter, förrän kontoren stängdes. Bankens avtalsparter led av denna anledning stora förluster. Denna med clearingförfarandet sammanhängande förlustrisk brukar efter det relaterade fallet kallas Herstatt-risken.

Också då en avtalsenlig prestation slutligen fullgörs försenad, kan en part orsakas skada av dröjsmålet. Sådana skador kan vara en följd av att priserna på de värdepapper som affären gäller har utvecklats i en från partens synpunkt ofördelaktig riktning (*prisrisken*). Parten har eventuellt dessutom ordnat sina övriga rättsförhållanden utgående ifrån att motparten fullgör sin prestation avtalsenligt. Värdepapperen har t.ex. kunnat ingå i en ny kedja av transaktioner. I sådana situationer kan motpartens dröjsmål leda till att avtalsparten på grund av oförmåga att fullgöra andra avtalsförpliktelser t.ex. blir skyldig att betala avtalsvite.

Likviditetsrisken aktualiseras då en part inte har tillräckligt med likvida medel för att täcka alla sina betalnings- eller leveransförpliktelser som förfaller vid en viss tidpunkt. Likviditetsproblemen kan t.ex. vara en följd av att det på marknaden förekommer funktionsstörningar som gör att en part inte kan realisera sina placeringar. Parten kan också ha svårigheter att få kredit för att sköta sina förpliktelser som förfaller till betalning.

Clearingsystemet har en central betydelse för hanteringen av de ekonomiska riskerna i samband med värdepappersöverlåtelser. Genom systemet kan en clearingmedlems risker fördelas jämnt över systemet och dess parter. Den omständigheten att en part inte klarar av sina förpliktelser kan leda till att andra parter får leverans- och betalningssvårigheter. Eftersom parterna i allmänhet samtidigt är verksamma på flera marknader, kan störningen sprida sig så att den hotar hela finansieringssystemets funktion. Marknadens internationalisering innebär samtidigt en risk för att en finansiell kris i ett land leder till allvarliga problem på den internationella marknaden. Risker av detta slag brukar kallas *systemrisk*. Det största hotet utgörs de på marknader som har bristfälliga tillsyns-

system och rättsliga regleringsmekanismer.

Även om nettningssystemen eventuellt minskar clearingriskerna, kan nettningen också fungera som en riskökande faktor. Clearingsystemen är ofta uppbyggda så att det i sista hand är clearingorganisationen som svarar för att köpen fullbordas. Arrangemanget minimerar clearingmedlemmarnas risker, men innebär att systemets risker i stället koncentreras till clearingorganisationen. Om clearingorganisationens finansiering inte är tryggad, kan en funktionsstörning hos en clearingmedlem leda till att clearingorganisationen inte kan uppfylla sina förpliktelser. Detta kan i sin tur leda till en allvarlig kris på finansieringsmarknaden.

Multilateral nettning genom novation, som innebär att clearingorganisationen svarar för fullgörandet av nettoförpliktelserna mot varje clearingmedlem, kan utgöra ett incitament för parterna att handla på ett sätt som skadar systemet. Om clearingmedlemmarnas motpartsrisk inte alls är beroende av i vilken utsträckning och med hurudana parter de gör affärer, kan systemet leda att parterna blir oförsiktiga och mindre motiverade att undvika risker (det s.k. *moral hazard* -problemet). Parterna kan invaggas i en falsk trygghetskänsla om clearingorganisationen ensam sköter clearingen. På marknaden kan dessutom en sådan uppfattning ta överhanden, att den offentliga makten intervenerar i eventuella störningssituationer och garanterar parternas fordringar till fullt belopp. Denna typ av föreställningar kan uppkomma oberoende av om den offentliga makten eller clearingorganisationerna de facto har påtagit sig ett sådant ansvar eller ej. Missuppfattningar och risktagningssincitament kan slutligen leda till att staten måste garantera parternas tillgodohavanden för att trygga finansieringssystemets stabilitet.

Då en värdepappersförmedlare deltar i nettningssystemet blir dess kunder tvungna att bära riskerna för clearingförfarandet. Dessa risker sammanhänger med förmedlarens interna clearing, där kundmedlen kan sammanblandas sinsemellan samt med förmedlarens egna medel. Även om värdepappersförmedlarna är skyldiga att omsorgsfullt hålla medlen åtskilda också inom nettningssystemet, är det inte i alla situationer möjligt att helt undvika att kunderna utsätts för risker. Risken uppkommer i och med att en kund överlämnar sina medel till en förmedlare och upphör först då kunden får mot-

prestationen av förmedlaren (*förvaringsrisk*).

Clearingriskernas karaktär framkom klart i mitten av oktober 1987, då börskraschen i New York var nära att utlösa systemrisken på USA:s värdepappers- och derivatmarknad. I USA fungerar flera clearingorganisationer som garanterar de transaktioner som de åtagit sig att cleara. Clearingmedlemmarna har för sin del förbundit sig att garantera clearingorganisationernas solvens. Den 14 oktober spred sig nyheten att underskottet i handelsbalansen var större än väntat, samtidigt som ett lagförslag offentliggjordes som innebar att skatteförmånerna vid företagskapning slopades. Nyheterna ledde till en enorm försäljningsrusning på värdepappersmarknaden. På marknadsplatserna började värdepapperens samt derivatinstrumentens prisnivå falla okontrollerat och samtidigt. Det rekordstora antalet transaktioner ledde till att en ovanligt stor del inte kunde clearas i tid. Detta bidrog till att öka osäkerheten på marknaden. Clearingorganisationerna avkrävde clearingmedlemmarna extra säkerheter. De banker som finansierade clearingmedlemmarna var för sin del inte längre villiga att öka sina risker. Hotet om kreditstopp gav på marknaden upphov till farhågor för clearingorganisationernas solvens. För att hejda denna utveckling såg sig USA:s centralbank (Federal Reserve Bank) 20.10.1987 föranledd att ställa garantier för finansieringssystemets likviditet.

Clearingverksamhetens betydelse

Clearingverksamheten är ett viktigt element i en utvecklad värdepappersmarknad. Det förekommer långa handelskedjor. Från marknadsparternas synpunkt är det därför av största vikt att värdepappersköp som görs på en marknadsplats blir säkert och slutgiltigt avvecklade. En tillförlitlig, snabb och säker clearing minskar handelsparternas risker och inverkar gynnsamt på marknaden funktion. Detta är för sin del ägnat att öka marknadsaktörernas och allmänhetens förtroende för marknaden och därigenom marknaden likviditet. Clearingsystemet spelar också en viktig roll för den nationella värdepappersmarknadernas internationella kredibilitet.

En effektiv clearing minskar marknadsparternas kostnader för värdepappershandeln. Clearingen inverkar således också på värdepappersmarknadens kostnadsstruktur. Den internationella konkurrensen mellan olika

länders marknader och marknadsplatser hårdnar. Till konkurrensmetoderna hör låga handelskostnader samt snabb och pålitlig clearingverksamhet. Särskilt om marknaden är liten och avsidet belägen måste den vara effektivt skött för att intressera investerare som opererar internationellt.

2. Nuläge

2.1. Lagstiftning

Gällande lagstiftning om värdepappershandel

Värdepappersmarknadslagen (495/1989) och lagen om värdepappersförmedlingsrörelse (499/1989) trädde i kraft i augusti 1989. Dessa lagar utgjorde stommen i speciallagstiftningen om värdepappersmarknaden. Huvudsyftet med dem var att trygga en effektiv verksamhet på värdepappersmarknaden och att förbättra investerarskyddet. För att dessa mål skall kunna uppnås har marknadsaktörernas jämbördiga informationstillgång förbättrats. Vidare förutsätts marknadsplatsernas och värdepappersförmedlarnas iakttäta opartiskhet i sin verksamhet. Avsikten med lagstiftningen är också att säkerställa att personer som får särskild information inte utnyttjar denna till sin egen fördel. Vidare är avsikten att förhindra att marknads opartiskhet äventyras i situationer där det sker betydande förändringar när det gäller ägandet i företag som har emitterat värdepapper.

I värdepappersmarknadslagen regleras sådana grundläggande funktioner som marknadsföring, emission och upprätthållande av marknadsplatser. I 4 kap. stadgas om god sed i värdepappershandel och värdepappersförmedling samt om värdepappersförmedlarnas skyldigheter. Lagen innehåller också stadganden som syftar till att begränsa sådana icke-önskvärda företeelser på marknaden som t.ex. insidermissbruk. Dessutom stadgas i värdepappersmarknadslagen om övervakning och straff. Lagen om värdepappersförmedlingsrörelse var en näringsrättslig författning som reglerade bildandet av värdepappersföretag samt deras uppbyggnad. Lagen stadgar också om de skyldigheter som värdepappersföretag har mot sina kunder. Lagen om värdepappersförmedlingsrörelse påminnes i flera avseenden om de lagar som har stiftats om andra företag som är verk samma på finansieringsmarknaden. Lagen

har upphävts från början av augusti 1996 och ersätts med lagen om värdepappersföretag (579/1996).

Tillämpningsområdet för konsumentskyddslagen (38/1978) har genom en ändring (16/1994) som trädde i kraft den 1 juli 1994 utsträckts till värdepappershandel. Efter lagändringen avses med konsumtionsnyttigheter, utöver varor, tjänster och andra tjänster, också värdepapper som utbjuds till fysiska personer.

Värdepappershandel bedrivs rättsligt sett i två former. För det första bedrivs direkt handel mellan en köpare och en säljare. Direkta affärer är typiska inom den s.k. snabbhandeln, där t.ex. en bank säljer värdepapper till en kund direkt ur sin egen värdepappersportfölj. Denna typ av handel förutsätter en fungerande offentlig marknad, där direktaffärernas priser inte förvrängs. Också skuldebrevsmarknaden kännetecknas av att marknadsparterna bedriver handel för sin egen räkning och direkt med varandra.

Den andra formen av handel innebär att avsluten sker genom ombud. Investerare som vill köpa eller sälja värdepapper ger uppdrag till värdepappersförmedlare som genomför transaktionerna. Vid börshandel är det nödvändigt att anlita förmedlare, eftersom endast såsom börsförmedlare godkända värdepappersföretag och kreditinstitut får bedriva handel på en marknadsplats som börsen upprätthåller.

I den handel som bedrivs av ombud är det viktigt att göra skillnad mellan uppdrag och egentlig handel. Kommissionsavtal regleras i handelsbalkens 18 kap., som gäller syssломäns och ombudsmäns skyldigheter och rättigheter. Dessa stadganden ingick redan i 1734 års lag. De innehåller bestämmelser om de allmänna kännetecknena på kommissionsavtal, arvoden, redovisningsskyldighet och ersättningsansvar. Enligt kapitlets 6 § är en syssloman i princip inte gentemot sin huvudman ansvarig för tredje mans betalningsförmåga. Utöver handelsbalken tillämpas på kommissionsavtal lagen om rättshandlingar på förmögenhetsrättens område (228/1929) samt de allmänna skadeståndsrättsliga principerna.

Ombudets viktigaste skyldighet är att utföra huvudmannens uppdrag. Dessutom har det allmänt ansetts att ombudet, dvs. kommissionären är skyldig att utföra uppdragsgivarens, dvs. kommittentens uppdrag exakt, omsorgsfullt och lojalt. Ombudet skall också

rätta sig efter huvudmannens anvisningar samt avge vederbörlig redovisning efter uppdraget. Ombudet skall förlöppande hålla uppdragsgivaren underrättad om omständigheter som är relevanta för uppdraget. Utöver dessa allmänna skyldigheter skall värdepappersförmedlaren iakttä de förpliktelser som åläggs honom i speciallagar.

Börshandel är ofta kommissionshandel, vilket innebär att en värdepappersförmedlare (kommissionär) köper eller säljer värdepapper för en investerares (kommittents) räkning. Denna typ av kommission skiljer sig emellertid avsevärt från sedvanlig öppen representation. Öppen eller direkt representation innebär att ombudet står utanför de transaktioner som han gör i sin huvudmans namn och för dennes räkning. En kommissionär agerar vanligen enbart i sitt eget namn och avslöjar inte för sin motpart på vems uppdrag han handlar. Denna typ av rättsförhållande brukar kallas indirekt representation. Avtalsparterna är kommissionären och dennes motpart. Vid börshandel är parterna värdepappersförmedlare med rätt att bedriva verksamhet på börserna. Däremot ingås i allmänhet inget handelsavtal mellan investeraren och värdepappersförmedlaren. Äganderätten till egendom som säljs eller köps övergår direkt mellan kommittenten och den andra handelsparten. Kommissionärens avtalskontrahent får på grundval av ett köp inga rättigheter gentemot kommittenten. Däremot får kommittenten vanligen rättigheter i samband med köp som görs av kommissionären och dennes kontrahent. Kommittenten får genom köpeavtalet i allmänhet en fordran på motparten. Likaså kan huvudmannen kan yrka på att få egendom som har skaffats för hans räkning. När kommissionären har gjort ett köp i sitt eget namn kan han å sin sida kräva att kommittenten befriar honom från att betala köpesumman.

En värdepappersförmedlare kan handla antingen på köparens, säljarens eller på bådas vägnar. Säljar- och köparkunder har i allmänhet inte rätt att få reda på varandras identitet. Det som gör ett kommissionsarrangemang attraktivt från värdepappersförmedlarens synpunkt är att det fritar honom från de ekonomiska risker som sammanhänger med prisutvecklingen på värdepapper, i och med att äganderätten direkt övergår från en investerare till en annan. Värdepappersförmedlare kan emellertid om de så önskar också agera på egen risk, vilket innebär att

de köper och säljer värdepapper för egen räkning. Förmedlare blir av olika orsaker tvungna att temporärt förvärva värdepapper själva. T.ex. upprätthållande av huvudmarknadsgaranti på statens referenslänemarknad förutsätter för närvarande köp av låneinstrument för egen räkning.

Till åtskillnad från de övriga nordiska länderna har Finland ingen gällande allmän lagstiftning om kommission. Det finns inte heller några särskilda lagstadganden om kommission inom värdepappershandel. I den juridiska litteraturen har det emellertid allmänt ansetts vara motiverat att inom finsk rätt tillämpa de principer som finns inskrivna i de nordiska kommissionslagarna. Enligt gällande rätt skall i kommissionsförhållanden således tillämpas principen om s.k. del credere -ansvar. Enligt denna princip skall kommissionären svara för fullbordandet av ett köp som har avslutats för kommittentens räkning, i det fall att kommissionärens motpart inte vederbörligen uppfyller köpevillkoren. En värdepappersförmedlare skall gentemot sin kund svara för fullbordandet av värdepappersköp från och med att kunden har underrättats om köpet. Kunden kan således direkt hos förmedlaren kräva köpets fullbordande.

I Sveriges lag om kommission (1914:45) definieras rättsförhållandena i anslutning till handelskommission. Lagen skall lända till efterrättelse om annat ej följer av avtal eller av handelsbruk eller annan sedvänja. En handelskommissionär är inte pliktig att för kommittenten uppge namnet på den som han har slutit avtal med. Denna bestämmelse motiveras med det skydd som kommissionären åtnjuter. Om kommittenten skulle ha omedelbar rätt att få veta vem kommissionärens avtalspart är, kunde kommittenten med förbigående av kommissionären direkt sluta avtal i sitt eget namn. Kommissionären kan vägra uppge vem avtalsparten är, men i så fall blir han ansvarig för att köpet fullbordas oberoende av om del credere -ansvar föreligger eller ej. Om kommissionären försätts i konkurs och av den anledningen inte i tid förmår fullborda köpet gentemot kommittenten, kan denne enligt lagen om kommission själv kräva att avtalsparten fullgör sin prestation. I så fall måste kommittenten givetvis känna till avtalspartens identitet. Däremot kan avtalsparten inte rikta några som helst krav mot kommittenten i det fall att köpet har slutits i kommissionärens namn. Av-

talsparten kan inte heller effektivt framställa några yrkanden mot kommittenten på grundval av rättsförhållandet mellan denne och kommissionären. Kommissionären kan å sin sida ingå avtal för egen räkning på så sätt att han själv blir kommittentens motpart. Emellertid måste kommissionären meddela kommittenten detta och denne har rätt att avvisa självinträdet.

På avtal om köp av värdepapper kan tillämpas köplagens (355/1987) disponibla stadganden om köp av lös egendom. Dessa stadganden skall tillämpas också i det fall att en värdepappersförmedlare representerar både köpar- och säljarkunden, såvida förmedlarna inte har meddelat varandra att de uppträder som kommissionärer. Köplagen reglerar bl.a. riskens övergång, påföljderna vid fel i varan, påföljderna av dröjsmål och avtalsbrott samt skadestånd. I princip gäller rätts-handlingslagen också avtalsförhållanden. En begränsande omständighet när det gäller allmänna lagars tillämplighet är emellertid att på värdepappersmarknaden ofta iaktas handelsbruk som avviker från dem som iaktas i samband med sedvanliga köp av lös egendom och som åsidosätter lagarnas dispositiva stadganden.

Stadgandena om löpande skuldebrev i 2 kap. lagen om skuldebrev (622/1947) utgör en rättslig ram för omsättningen av värdepapper. De av kapitlet framgående principerna tillämpas allmänt inom värdepappersrätten, oavsett att stadgandena huvudsakligen avser enskilda skuldförhållanden. De med tanke på värdepappersomsättningen centrala normerna gäller de värdepappersrättsliga skyddsformerna. Dessa inbegriper för det första obligationsrättsliga skyddsstadganden som inverkar på rättsförhållandet mellan den som emitterat ett värdepapper och den som äger det. Obligationsrättsliga skyddsformer är invändnings- och betalningsskyddet. För det andra innehåller lagen om skuldebrev vissa sakrättsliga skyddsformer, som inverkar på förhållandet mellan den som förvärvat ett värdepapper och tredje man. Till de sakrättsliga skyddsformerna hör åtkomst- och omsättningsskyddet. Med åtkomstskyddet avses det skydd som en förvärvare som är i god tro åtnjuter gentemot värdepapperets rätte ägare. Om en investerare åtnjuter åtkomstskydd äventyras han ställning inte av rättsinnehavare vilkas rätt till värdepapperet är av tidigare ursprung än investerarens rätt. Omsättningsskyddet inne-

bär att förvärvaren är skyddad mot överlåtarens senare successorer och borgenärer. Dessas rätt till det värdepapper som överlåtelsen avser har uppkommit senare än förvärvarens rätt.

En omständighet som underlättar omsättningen är att köparens skydd inom värdepappersrätten är starkare än inom den övriga lösöresrätten. Skydd mot tredje man tillerkänns vanligen rättigheter som grundar sig på utåt iakttagbara omständigheter. Som ett sådant offentlighetsskapande faktum har av tradition betraktats innehav av ett värdepapper. Äganderätten till överlåtbara värdepapper anses enligt den av 22 § skuldebrevslagen framgående principen övergå i och med att mottagaren får värdepapperen i sin besittning. Enbart ett avtal om en överlåtelse räcker således inom värdepappersrätten inte för uppkomsten av skyddad äganderätt. En investerare som har köpt ett värdepapper kan förlita sig på köpets giltighet efter att säljaren har överlåtit värdepapperet i hans besittning. För att skydd gentemot tredje man skall uppkomma räcker det också att värdepapperen överläts i en för köparens räkning verksam värdepappersförmedlares besittning. Med överlåtelse av besittningen jämsätts inom sakrätten också ett sådant förfarande, att en tredje part som har värdepapperet i sin besittning underrättas om överlåtelsen. Denna part fortsätter efter meddelandet att innehålla värdepapperet för förvärvarens räkning. Härvid kan värdepapperet inte längre räknas in i avyttrarens förmögenhet. Efter att besittningen har överlåts kan den rätte ägaren inte heller effektivt yrka på att återfå värdepapperet, oavsett att det har frånhänts honom genom brott. En förutsättning för att skydd skall beviljas är emellertid att köparen inte kände eller ens hade bort känna till säljarens bristande överlåtelse rätt. Det från en köparkunds synpunkt viktigaste elementet i ett värdepappersköp förverkligas således i samband med överlåtelsen av besittningen.

De skyddsverkningar som är förenade med överföringen av besittningen till ett dokument uppkommer inom värdeandelssystemet genom registreringar på värdeandelskonton. Stadgandena om systemet har utformats med tanke på att de tekniska lösningarna inte skall orsaka ändringar i de rättsförhållanden och principer som gäller värdepapper. I 26—29 §§ lagen om värdeandelskonton (827/1991) ingår de stadganden om åtkomst-, omsättnings-, betalnings- och invändnings-

skydd som tillämpas på värdeandelar. Enligt dessa stadganden får en rättighet som har noterats på ett värdeandelskonto företräde framför en rättighet som inte har noterats. En tidigare noterad rättighet har också företräde framför en senare noterad rättighet. En förutsättning för att skydd skall ges är att enligt värdeandelssystemet att förvärvaren är i god tro.

Inom värdepappershandeln sköts betalningarna vanligen genom bankgiro. I rättsligt hänseende innebär en betalning från konto att betalningen sker med en fordran, dvs. att betalaren överför sin fordran på banken till betalningsmottagaren. Betalaren ger banken ett uppdrag på vilket de ovan relaterade stadgandena om representation är tillämpliga. Som betalningssätt är betalning med kontopengar allmänt godtaget. Det oaktat stadgas inte i lagen från och med vilken tidpunkt en sådan betalning är bindande för parterna och deras borgenärer. I rättspraxis (HD 1981 II 37 och HD 1989:17) har på gireringar tillämpats den regel som framgår av 3 § skuldebrevslagen. Enligt stadgandet anses betalningen ha fullgjorts på ett för parterna och borgenärerna bindande sätt när den har noterats på mottagarens konto. Som motivering för denna lösning har anförts att beloppet i och med inbetalningen på mottagarens konto kan disponeras av betalningsmottagaren. I samma ögonblick förlorar betalaren också sin möjlighet att annullera betalningen. Enligt rättspraxis fullbordas således ett värdepappersköp från säljarens synpunkt först i och med att köpesumman noteras på säljarkundens bankkonto. I 29 § lagen om värdeandelskonton stadgas särskilt om betalning av dividender, avkastningar och andra prestationer beträffande värdeandelar.

Självreglering

På värdepappersmarknaden har självregleringen, liksom fondbörsens regler och optionsföretagens stadgar, av tradition haft en viktig betydelse för styrningen av utvecklingen. Innan värdepappersmarknadslagen och lagen om värdepappersförmedlingsrörelse trädde i kraft fanns det ytterst knapphändig speciallagstiftning om denna marknad. Eftersom det saknades normer på lagnivå, fick marknaden egna regelverk en i motsvarande mån större betydelse. Självregleringen är en väsentlig del av värdepappers-

marknadens normsystem också efter att officiella normer har stiftats.

En orsak till självregleringens användbarhet är dess flexibilitet. Den kan ges en så detaljerad och praktisk utformning att den motsvarar de faktiska behoven på värdepappersmarknaden. Självregleringen ger också möjligheter att tillräckligt snabbt reagera på utvecklingen inom alla delar av marknaden. Legislativa ingrepp i marknaden funktion undviks så långt som möjligt. Marknadsparterna kan emellertid sinsemellan avtala om att följa betydligt strängare regler. Självregleringen således både preciserar och kompletterar lagen. Inom ramen för självregleringen säkerställs den offentliga maktens målsättningar i allmänhet genom fastställelse och tillsyn från myndigheternas sida. Merparten av de normsystem som uppkommit på marknaden fastställs för närvarande vid finansministeriet. Finansinspektionen har enligt 4 § 1 punkten lagen om finansinspektionen (503/1993) befogenheter att övervaka att självregleringen fungerar. För att finansinspektionen skall kunna fullgöra denna uppgift har den i lagstiftningen givits omfattande rättigheter att inhämta upplysningar.

Enligt lagen åläggs fondbörsen och optionsföretagen att uppgöra procedurregler för marknaden. Företagen skall för sin del förutsetta att marknadsparterna (värdepappersemittenter, värdepappersförmedlare, clearingmedlemmar, marknadsgaranter och mäklare) förbinder sig att iakttta självregleringen innan de får rätt att verka på en marknadsplats. Som ett tecken på att marknadsparterna förbinder sig till detta skall de underteckna ett standardavtal om iakttagande av reglerna. Detta förenas med avtalsvite och disciplinärt förfarande.

Självregleringen innebär i allmänhet att det avtalas om att inom verksamheten förekommande meningsskiljaktigheter skall biläggas i organ som upprättas av marknadsparterna eller genom skiljeförfarande. Självregleringen består således från rättslig synpunkt av en mängd privaträttsliga avtalsförhållanden, som innebär att marknadsparterna för sig själv och andra har godkänt rättigheter och skyldigheter. Här ligger också en av självregleringens svagheter: den gäller endast parter som har förbundit sig att följa den. Utanför dessa avtalsförhållanden kan självregleringsnormerna inte åberopas. I vissa fall kan ett genom självregleringen vedtaget förfarande emellertid bli ett sådant allmänt

handelsbruk inom branschen, som i tolkningssituationer kan tillämpas också på utomstående parter.

Gällande lagstiftning om clearing

För närvarande finns det ytterst få gällande normer om clearing inom värdepappershandel. Enligt 3 kap. 3 § värdepappersmarknadslagen hör clearingtjänster till de funktioner som en fondbörs får erbjuda utöver sin fondbörsverksamhet. I värdepappersmarknadslagen definieras emellertid inte innehållet i clearingverksamheten. I lagen om vissa villkor i värdepappers- och valutahandel, som trädde i kraft i början av juli 1997, stadgas om nettningens bindande verkan bl.a. i värdepappers- och derivativhandel.

Kommissionskonton

Stadgandet i 16 § lagen om värdeandelsskonton om värdepappersförmedlares kommissionskonton är i lagstiftningen om värdeandelssystemet den enda normen som berör clearing. I stadgandets 1 mom. definieras sådana inom handeln använda kommissionskonton som förs för värdepappersförmedlares räkning. Kommissionskontona är värdeandelsskonton, på vilka det är möjligt att notera både förmedlarens egna och kundernas värdeandelar. I det skedet då ett värdepappersköp clearas skall på kontot noteras en sådan köpt eller såld värdeandel, vars äganderätt framgår av värdepappersförmedlarens kunduppgifter. Värdeandelen förvaras på säljarförmedlarens kommissionskonto till dess att köpesumman har betalats. Först därefter kan värdeandelen överföras till köparpartens konto.

Enligt 16 § 2 mom. lagen om värdeandelsskonton har en värdepappersförmedlare rätt att pantsätta ett kommissionskonto, utan hinder av det i 4 kap. 5 § 1 mom. värdepappersmarknadslagen stadgade överlåtelse- och pantsättningsförbudet. Pantsättningen skall emellertid baseras på ett clearingarrangemang som värdepapperscentralen har godkänt.

Användningen av kommissionskonton har samband med värdepapperskommission. Genom att använda ett sådant konto kan en värdepappersförmedlare överlåta de värdeandelar som köpet avser till köparparten i sitt eget namn men för sin kunds räkning. Det är ändamålsenligt att öppna kommission-

skonton också av den anledningen att förmedlarna genom dem kan koppla ihop värdeandelsleveranserna med betalningsrörelsen. Enligt regeringens proposition med förslag till lagstiftning om värdeandelssystemet (RP 104/1990 rd.) kan värdepappersförmedlarna sinsemellan cleara betalningarna så att endast nettosummorna redovisas. För att leveranserna skall kunna säkerställas kan värdeandelarna för den första noteras på den säljande värdepappersförmedlarens kommissionskonto. Efter betalningsclearingen kan värdeandelarna överföras från säljarens kommissionskonto till mottagarnas konton. Köparens värdepappersförmedlare kan å sin sida hålla värdeandelarna på sitt konto till dess att köparkunden har betalt värdeandelarna. Enligt gällande rätt har förmedlaren retentionsrätt till kundens värdepapper, för att trygga den fordran som härrör från uppdraget. En orsak till att hålla ett kommissionskonto kan således vara att trygga retentionsrätten.

I praktiken används kommissionskonton på aktiemarknaden inte i alla avseenden på det sätt som anförs i motiveringen till 16 § lagen om värdeandelsskonton. Leveransen av en såld värdeandel säkerställs genom att en s.k. kommissionskontoreservering noteras på säljarkundens värdeandelsskonto. Ägaren till värdeandelen framgår i likhet med de begränsningar som gäller ägandet direkt av kundens värdeandelsskonto. På aktiemarknaden överförs värdeandelarna direkt mellan investerarnas värdeandelsskonton, utan att de emellanåt noteras på värdepappersförmedlarnas kommissionskonton. För närvarande används kommissionskonton således inte som egentliga transfereringskonton. På penningmarknaden fungerar kommissionskontona däremot som självständiga värdeandelsskonton.

I 5 § lagen om införande av lagen om värdeandelssystemet samt den lagstiftning som har samband med den (1069/91) preciseras stadgandena om kommissionskonton. Enligt preciseringen får värdeandelar som har lämnats till försäljning noteras på kommissionskonto först efter köpslutet. Detta stadgande togs in i lagen för att säkerställa att värdeandelar som lämnats till försäljning inte används som säkerhet för främmande skulder. Avsikten med stadgandet var dessutom att hindra kringgående av den offentlighetsprincip som gäller aktieinnehav inom värdeandelssystemet. I regeringens proposition om

saken (RP 8/1991 rd.) anfördes uttryckligen att möjligheten till utvidgad användning av kommissionskonton skulle bedömas i samband med clearinglagstiftningen. I det skedet fanns det planer på att samtidigt som en generell reglering av clearingverksamheten eventuellt tillåta användning av kommissionskonton också som transfereringskonton för värdeandelar och oberoende av försäljningsavsikter. Enligt propositionen kunde också andra än värdepappersförmedlare i framtiden tillåtas att öppna kommissionskonton.

Aktieägarens rättigheter gentemot bolaget bestäms enligt värdeandelssystemet på grundval av de anteckningar som gjorts i aktieägarförteckningen. Alla förändringar i ägandet skall anmälas till värdepapperscentralen. Ägaren till en aktie som har noterats på ett kommissionskonto har inte ännu eller inte längre samma rättigheter i bolaget som den som har fullständig äganderätt. Av denna anledning har det varit nödvändigt att enligt lagen göra det möjligt att föra en förteckning över sådana förvärvare och rättsinnehavare, som vid noteringspunkten inte jämföras med aktieägare. En sådan förteckning är den vänteförteckning som förs av Finlands Värdepapperscentral Ab. I förteckningen skall enligt 3 a kap. 7 § 2 mom. (832/1991) lagen om aktiebolag, i värdepappersförmedlarens namn införas de på kommissionskonto noterade aktierna. Den aktieägare som har lämnat aktierna till försäljning skall då avföras ur aktieägarförteckningen och nämnas i vänteförteckningen. Detta förfarande förorsakar i praktiken svårigheter att organisera kommissionskontos användning i aktiemarknaden.

Konkurslagstiftningen

Clearingverksamheten inom värdepappershandeln styrs för närvarande till största del genom självregleringsnormer. Clearingsystemen för värdepappersöverlåtelser grundar sig således till största del på avtal mellan parterna. Av denna anledning påverkas clearingverksamheten också av normer som gäller från clearingens synpunkt utomstående parter. Ett centralt sådant normsystem är konkurslagstiftningen, som syftar till att skapa förutsättningar för ett opartiskt bemötande av konkursborgenärerna och för realisering av gäldenärens egendom. En konkurs innebär att gäldenären förlorar rätten att förfoga över sin egendom, i och med att denna

rätt överförs till det av borgenärerna förvaltade konkursboet. En förutsättning för borgenärerna skall åtnjuta lika rätt är att konkurslagstiftningens indispositiva normer inte genom på förhand ingångna avtal kan åsidosättas till skada för någon av borgenärerna.

En konkurs innebär i och för sig inte att de avtal som konkursgäldenären har ingått upphör att gälla eller att skulderna förfaller till betalning. Enligt vad som i 61 § köplagen stadgas om befarat avtalsbrott kan motparten emellertid hålla inne sin prestation om det visar sig att en part inte kommer att uppfylla en väsentlig del av sin förpliktelse. När det står klart att det kommer att inträffa ett avtalsbrott får en part enligt 62 § köplagen häva köpet redan före fullgörelsepunkten. Näringsidkare brukar dessutom vanligen ingå särskilda avtal med föreskrifter om att köpeavtal får hävas eller sägas upp på grund av konkurs eller hotande insolvens.

Förpliktelser som gäldenären har ådragit sig före konkursen kommer inom ramen för konkursförfarandet att tävla med varandra om betalning. För att en fordran skall kunna beaktas måste den enligt 19 och 24 §§ konkursstadgan bevakas vid domstol. Konkursboet är inte skyldigt att uppfylla konkurrerande förpliktelser utanför konkursförfarandet, men boet har rätt att åta sig att svara för avtal som gäldenären har ingått. Enligt 57 § konkursstadgan kan boet också besluta fortsätta driva gäldenärens affärsrörelse, om detta är lagligen möjligt. På värdepappersmarknaden behövs det i regel tillstånd för att erbjuda investeringstjänster, vilket innebär att konkursboet inte direkt kan få rätt att fortsätta en i konkurs försatt förmedlingsrörelses verksamhet.

I fråga om främmande egendom i gäldenärens konkursbo skall i första hand tillämpas 54 § konkursstadgan. Enligt stadgandet skall främmande egendom vars äganderätt är ostridig utlämnas ur boet. Sådan egendom ingår inte i konkursboet. Om främmande egendom har sammanblandats med boets egendom så att den inte längre kan urskiljas från boets övriga egendom, måste ägaren enligt 55 § 1 mom. konkursstadgan nöja sig med att få betalning för egendomen i form av en fordran. Denna fordran har ingen förmånsrätt och den måste bevakas. Vid konkursförfarande anses fordringar som saknar förmånsrätt ofta vara i det närmaste värdelösa, eftersom det sällan utfaller någon skif-

tesandel på dem. I praktiken leder sammanblandning således nästan undantagslöst till att tillgångarna går förlorade. Ett med avseende på kommissionsförhållanden viktigt stadgande är 55 § 2 mom. konkursstadgan. Enligt det har huvudmannen vid kommissionärens konkurs samma rätt till fordran på köparen som han skulle ha till varan om den fanns i kommissionärens besittning. Huvudmannen som givit försäljningsuppdraget kan således driva in köpesumman direkt hos köparen om denne inte före konkursens början ännu har hunnit betala till kommissionären. Detta förutsätter givetvis att huvudmannen har fått veta köparens identitet. Om kommissionären emellertid redan har överlämnat kommissionsvaran till köparen och fått betalt av denne, blir huvudmannen i förhållande till kommissionären borgenär utan förmanrätt. Inom värdepappershandeln får köparen skydd genom den lagstadgade skyldigheten för den såsom kommissionär fungerande värdepappersförmedlaren att hålla kundmedlen åtskilda från sina egna medel.

Vid handelsclearing av värdepapper spelar också de sak- och obligationsrättsliga kollisionssnormerna en viktig roll. Under clearingens gång säkerställs det att den som förvärvat ett värdepapper får omsättningsskydd mot avyttrarens successorer och borgenärer. Vid clearing bekräftas dessutom förvärvarens godtroshaserade åtkomstskydd mot den rätte ägaren, i det fall att avyttraren inte hade rätt att förfoga över värdepapperet. Det går inte att påverka de inom värdepappersomsättningen gällande kollisionssnormerna genom nettnig eller andra mellan parterna avtalade arrangemang.

Lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988)

Genom lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (optionshandelslagen) regleras clearing av standardiserade derivatinstrument. Enligt definitionen i 1 kap. 2 § 4 punkten skall optionshandelsparterna ingå ömsesidiga avtal med optionsföretaget efter det att parternas anbud sammanförts. Mellan optionsföretaget och parterna uppkommer således med stöd av lagen ett direkt avtalsförhållande. I optionshandelslagens 3 kap. stadgas om clearingförfarandet. Enligt kapitlets 4 § uppkommer för en part i ett optionsköp och en förmedlare som företrädar honom inga andra för-

pliktelser än att lämna köpet för clearing till ett optionsföretag. Efter clearing svarar clearingorganisationen för de med derivatinstrumentet sammanhängande rättigheterna gentemot motparten. Enligt 2 kap. 2 § 2 mom. optionshandelslagen förutsätts ett optionsföretag som bedriver clearingverksamhet ha ett aktie- eller andelskapital som uppgår till minst tio miljoner mark. För upprätthållande av en marknadsplats och bedrivande av clearingverksamhet krävs skilda koncessioner. Något kapitalkrav uppställs inte enbart för upprätthållande av en marknadsplats.

Optionshandelslagens reglering är ett exempel på ett clearingsystem där en clearingorganisation är ansvarig för samtliga köp och där ett köp leder till ett avtalsförhållande enbart mellan clearingorganisationen och parterna. De sak- och obligationsrättsliga skyddsformerna härrör på marknaden för standardiserade derivatinstrument direkt från optionshandelslagen, vilket innebär att resultatet av clearing binder såväl derivatinstrumentets parter som dessas borgenärer och successorer.

Enligt 2 kap. 4 § 1 mom. optionshandelslagen är det tillåtet för optionsföretag att tillhandahålla clearing vid värdepappershandel och låneavtal. Vad som avses med clearing och låneavtal anges emellertid inte närmare i lagen.

2.2. Praxis

Värdeandelssystemet

Utvecklingen på värdepappersmarknaden ledde i slutet av 1980-talet till att värdepappersomsättning som baserade sig uteslutande på fysiska värdepapper ansågs vara alltför besvärlig, riskabel och kostnadskrävande. För undanröjande av de olägenheter som förekom i samband med värdepapper och hanteringen av sådana infördes ett värdeandelssystem. Detta innebar att rättsverkningarna i förening med innehav och överföring av dokument i stället förenades ned kontonoteringar. Utvecklingen av den automatiska databehandlingen möjliggjorde övergången till värdeandelssystemet.

Den legislativa grunden för värdeandelssystemet har byggts upp genom två lagar. Systemets uppbyggnad, funktion och organisation regleras i lagen om värdeandelssystemet (826/1991). Normerna om de till vär-

deandelarna hänförliga förmögenhetsrätterna och stadganden om noteringsförfarandet togs in i lagen om värdeandelskonton. I samband med dessa lagar fogades till lagen om aktiebolag ett nytt 3 a kap. om anslutning av aktier till värdeandelssystemet. Lagstiftningen om värdeandelssystemet trädde i kraft 1.8.1991.

I lagarnas beredningsskede framgick det emellertid att bankernas egendomsförvaltnings- och förvaringssystem skulle utgöra ett centralt element i uppbyggnaden av värdeandelssystemet. Denna utgångspunkt har varit avgörande särskilt för noteringssystemet och -förfarandena i samband med aktierelaterade värdeandelar. Enligt lagen om värdeandelssystemet förvaras värdeandelar i värdeandelsregister som förs av staten, Finlands Bank och de sammanslutningar som har beviljats koncession för detta ändamål. Det enda register som lagen uttryckligen förutsätter är det värdeandelsregister som sköts av värdepapperscentralen.

Värdeandelssystemet övervakas av värdepapperscentralen. De organisationer som för värdeandelsregister har bundit sig vid värdepapperscentralens självreglering. Utöver övervakningen värdepapperscentralen föreningen de centraliserade och gemensamma funktionerna inom värdeandelssystemet samt drar överhuvudtaget försorg om systemets funktion och utveckling. Värdepapperscentralen utfärdar föreskrifter och anvisningar för parterna i värdeandelssystemet. Den fungerar också i det internationella samarbetet som Finlands nationella värdeandelsregister. Om värdepapperscentrallag stadgas i 3 kap. lagen om värdeandelssystemet.

Inom Finlands värdeandelssystem fanns tidigare två datasystem med separata funktioner. Detta berodde åtminstone till en del på att de betjänade olika marknadens behov. En systemhelhet utgörs av Finlands Värdepapperscentral Ab och de sex kommersiella värdeandelsregistren inom dess datatekniska OM-miljö. Merparten av dessa upprätthålls av affärsbankerna. Till värdepapperscentralens uppgifter hör bl.a. att föra en emittentbaserad förteckning över dem som äger aktier och andra värdeandelar i eget kapital. Värdepapperscentralen skall likaså föra emissionskonton över aktier och med sådana jämförbara värdeandelar som har anslutits till värdeandelssystemet. Därutöver upprätthåller värdepapperscentralen på emittenternas bekostnad ett sådant värdeandelsregister

som avses i 10 § lagen om värdeandelssystemet.

Finlands Värdepapperscentral Ab:s OM-datasystemhelhet är i första hand inriktad på hantering och förvaring av aktierelaterade värdeandelar. Av de inom datasystemmiljön fungerande kommersiella värdeandelsregistren har en del byggts upp utgående från de systemlösningar som tillämpats inom bankernas egendomsförvaltnings- och notariatfunktioner. En del av registren utnyttjar därför sina egna datasystem för sin verksamhet. De övriga registren köper tekniska register-tjänster av Finlands Värdepapperscentral Ab. För att registersystemets gemensamma funktioner skall kunna skötas och ägarförteckningarna upprätthållas måste samtliga register emellertid ha ett datatekniskt gränssnitt till värdepapperscentralens centraldatasystem. Handel med värdeandelar som förvaras i Finlands Värdepapperscentral Ab:s datatekniska miljö görs i stor utsträckning inom Helsingfors Fondbörs Ab.

Inom den datatekniska OM-miljö som upprätthålls av Finlands Värdepapperscentral Ab fördes den 30.9.1997 634 744 värdeandelskonton. De på kontona noterade värdeandelarnas värde uppgick 30.9.1997 till ca 447,6 miljarder mark. Inom miljön clearades ca 715 000 köp från oktober 1996 till slutet av september 1997. Det sammanlagda värdet av dessa köp var ca 330 miljarder mark.

Den andra systemhelheten är Finlands Värdepapperscentral Ab:s datatekniska RM-miljö inom vilken för närvarande, fungerar 12 värdeandelsregister. Finlands Värdepapperscentral Ab:s RM-system betjänar tillsvidare huvudsakligen handeln på penningmarknaden och hanteringen av på penningmarknaden emitterade kortfristiga skuldförbindelser. Värdepapperscentralens RM-datasystem har centraliserats på ett sådant sätt att värdeandelar som har anslutits till det kan behandlas endast inom systemet. Den nämnda datatekniska miljö är i själva verket ett datasystem inom vilket bolagets delägare och sådana medlemmar som har ingått avtal med bolaget förvarar värdeandelsregister. Inom samma system sköts också clearing av värdeandelar som har anslutits till systemet. Finlands Värdepapperscentral Ab:s datatekniska RM-miljö är uppbyggd framförallt för skuldebrevsmarknadens och penningmarknadens behov.

Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s datatekniska RM-miljö förvarades den

30.9.1997 3 586 värdeandelskonton. På dessa hade 30.9.1997 noterats värdeandelar till ett värde av 349,3 miljarder mark. Inom miljön behandlades från 1.10.1996 — 30.9.1997 ca 71 585 transaktioner. Transaktionernas sammanlagda värde var ca 3 634 miljarder mark.

Helsingfors Fondbörs Ab:s handelssystem

Helsingfors Fondbörs Ab är för närvarande den enda fondbörsen som bedriver fondbörsverksamhet enligt 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen. Också SOM Ab har beviljats fondbörskommission, men för närvarande bedriver bolaget inte börsverksamhet. De nämnda bolagen skall fusionera i slutet av 1997. Enligt sina regler skall Helsingfors Fondbörs upprätthålla en opartisk, öppen, informativ och likvid marknadsplats för värdepappershandel. När börsen fullgör denna uppgift skall den främja uppkomsten av en effektiv, tillförlitlig och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. Förutom att börsen skall erbjuda sina medlemmar förutsättningar att bedriva handel med värdepapper, skall den producera andra tjänster i anslutning till omsättningen av värdepapper samt utbildnings- och informationstjänster i anslutning till utvecklandet av finansieringsmarknaden. Medlemmar i andelslaget är börsförmedlare och börsbolag. Börsens regler och övriga självregleringsnormer har legat till grund för regleringen av värdepappersmarknaden och de styr fortfarande i stor utsträckning verksamheten på värdepappersmarknaden.

Handeln på Helsingfors Fondbörs skedde under flera decennier genom upprop i börsalen. Denna handelsmetod har ersatts med börsens elektroniska och automatiska handelssystem HETI (Helsinki Stock Exchange Automated Trading and Information System), som infördes åren 1989 och 1990. Inom HETI-systemet kan börsförmedlarna sköta sina uppdrag genom arbetsstationer i sina egna lokaler. Börsförmedlarna registrerar köp- och säljanbud i systemet, som automatiskt matchar (avstämmer) kompatibla anbud till avslut. Anbudet är bindande och kan samtidigt ses av alla börsförmedlare. Handelssystemet producerar uppdaterad och satsvis sammanställd information om prisutvecklingen (HEX-indexet) samt om handelsparter, priser och kvantiteter. Börsen och förmedlarna kan sända information inom systemet, som dessutom registrerar börsbolas

gens meddelanden.

Efter att börsdagens kontinuerliga handel har avslutats kan värdepappersförmedlarna inom HETI-systemet göra avslut i den s.k. efterbörsen. I efterbörsen kan emellertid avsluten ske endast enligt den prisnivå som har uppkommit under börsdagens kontinuerliga handel. Härvid avstämmer HETI-systemet inte automatiskt anbudet till avslut, utan de måste särskilt registreras av köparna och bekräftas av säljarna inom systemet. En stor del av omsättningen under en börsdag brukar ske i efterbörsen.

Inom Helsingfors Fondbörs HETI-system bedrivs handel med aktier, optionsbevis, konvertibla skuldebrevslån och teckningsrätter som har noterats på den börslista som avses i 3 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen. Därutöver är det möjligt att inom systemet handla med börsnoterade masskuldebrev samt med värdepapper som upptagits på OTC- och mäklarlistan. Självregleringsnormer beträffande OTC- och mäklarlistan har utformats så att de i stor utsträckning stämmer överens med börslistans självregleringsnormer. Upprätthållandet av OTC- och mäklarlistan listan utgör sådan annan offentlig handel som avses i 3 kap. 13 § värdepappersmarknadslagen.

Finlands Värdepapperscentral Ab:s clearingssystem i aktiemarknaden

De på Helsingfors Fondbörs Ab gjorda avsluten clearades ännu för några år sedan bilateralt mellan värdepappersförmedlarna. Börsen införde centraliserad värdepappersclearing i mars 1991. I anslutning till börsen fungerade till slutet av 1996 en clearingcentral, som huvudsakligen clearade aktieöverlåtelser i värdepappers- och värdeandelsform. Clearingcentralen har överlåtits till Finlands Värdepapperscentral Ab som började sin verksamhet i början av 1997. Den procentuella andelen värdeandelar har fortlöpande ökat sedan clearingen av sådana inleddes 4.5.1992.

Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s OM- och APC-system clearas alla inom Helsingfors Fondbörs' HETI-systemet gjorda avslut som gäller aktier, teckningsrätter och optioner.

Clearingtiden inom börshandeln med värdeandelar och värdepapper är vanligen fyra dagar från avslutsdagen.

Clearing av värdeandelsöverlåtelse

Det automatiska clearingsystemet stöder handelssystemet. Avslut som har gjorts inom HETI-systemet registreras automatiskt för clearing i OM-systemet.

Efter att en kund har givit ett säljuppdrag till en värdepappersförmedlare, kan denne låta registrera en s.k. säljreservering på kundens värdeandelskonto. En sådan säljreservering görs i allmänhet endast då det är fråga om en privatkund. Efter att avslutet har gjorts t.ex. inom HETI-systemet, skall på säljarkundens värdeandelskonto göras en s.k. förhandsbokning. Enligt clearingreglerna skall säljarens clearingpart dra försorg om att förhandsbokningen görs. Den clearingpart som är verksam för köparkundens räkning är å sin sida skyldig att se till att det på köparens värdeandelskonto registreras ett förhandsmeddelande om de värdeandelar som är på väg till kontot.

I samband med förhandsbokningen skall på säljarkundens värdeandelskonto noteras om det är fråga om en sådan i 9 § lagen om värdeandelskonton angiven villkorlig överlåtelse som inte ännu har blivit slutlig. Noteringen begränsar kundens rätt att förfoga över de värdeandelar som är köpeobjekt. I förhandsbokningen anges som rättsinnehavare vanligen säljarkundens värdepappersförmedlare. Efter att bokningen har gjorts kan kunden i allmänhet inte annullera överföringen av värdeandelarna eller upphäva förhandsbokningen utan samtycke av den förmedlare som har antecknats som rättsinnehavare. Inte heller clearingparten får utan värdepapperscentralens eller motpartens tillstånd låta avlägsna eller ändra bokningen. Eftersom köparen av en värdeandel i praktiken inte noteras som rättsinnehavare med avseende på överlåtelsebegränsningen, får köparen inte ännu i samband med bokningen en mot tredje man skyddad rättslig ställning. Förhandsbokningen innebär att värdeandelarna reserveras med tanke på fullbordanden av köpet. Därför förutsätts det att clearingparten gör bokningsansökningar omedelbart efter avslutet.

Förhandsbokningar och -meddelanden skall göras senast dagen före likviddagen klockan 16.00. Om någon bokning eller något meddelande inte har gjorts senast då, skall den part som är orsak till försummelsen meddela motparten och börsen om att så är fallet. Om det därvid framgår att avslutet

inte kan clearas följande dag, har motparten rätt att omedelbart häva köpet. Förhandsbokning- och meddelande kan emellertid göras ännu på likviddagen före klockan 9.00, om den andra clearingparten går med på detta.

Inom OM-systemet räknas dagligen för varje clearingpart ut en betalnings- och säkerhetsprognos samt ges en rapport om parternas clearingsituation. En clearingpart är skyldig att granska prognoserna och omedelbart vidta de åtgärder som förutsätts enligt dem, för att clearingen skall kunna slutföras i tid. Systemet fastställer för varje part endast en betalningsförpliktelse eller fordran, som skall fullgöras på likviddagen. Det görs således en nettning av betalningsrörelsen inom börshandels värdeandelsclearing.

Före den slutliga clearingen skall clearingparten till värdepapperscentralen ställa den säkerhet som clearingprognosen anger, för att trygga betalningen av nettobeloppet. En clearingpart kan slippa ställa säkerhet genom att betala in ett förskott som motsvarar säkerheten. Säkerheten skall ställas senast klockan 10.30 på likviddagen.

Om förhandsbokningarna har bekräftats och säkerheterna ställts infaller clearingögonblicket klockan 11.30 på likviddagen. I det sammanhanget övertar Finlands Värdepapperscentral Ab ansvaret för nettobetalningen till clearingparten. Det är också skyldig att för clearingparternas räkning göra bokningsansökningarna till värdeandelsregistret. I praktiken levereras värdeandelarna till mottagaren genom att förhandsbokningarna och -meddelandena ändras till slutliga samt genom att nödvändiga noteringar görs i de ägarförteckningar som upprätthålls av värdepapperscentralen. Någon nettning av förpliktelser att leverera värdeandelar görs inte vid värdepapperscentralens värdeandelsclearing.

Avvecklingen inom värdepappershandeln styrs via Finlands Banks checkkontosystem. De clearingparter som inte har något konto inom checkkontosystemet kan avtala med någon depositionsbank om förmedling av betalningar via bankens checkkonto. Betalningar kan emellertid göras också med bankväxel, certifierad check eller girering. En clearingpart skall betala in det belopp som nettokalkylen anger på värdepapperscentralens konto inom checkkontosystemet senast klockan 12.00. Om en part betalar på något annat sätt skall betalningsmedlet eller bankgirokvittot också vara till handa senast

klockan 12.00. Värdepapperscentralen är för sin del skyldig att till respektive värdeandelsregister göra ansökningar om notering av värdeandelsöverlåtelse. Värdepapperscentralen skall betala in de tillgodohavanden som nettokalkylen anger på clearingparternas konton efter det att den från värdeandelsregistren har fått besked om att bokningarna har blivit slutliga. Betalningen kan ske tidigast klockan 13.15. Clearingparterna får således inte omedelbar leverans mot sin betalning, men den nettobetaling som clearingmedlemmen gör förblir i värdepapperscentralens besittning till dess att värdeandelsbokningarna har blivit slutgiltiga. Inom clearingsystemet förflyter det ca en och en halv timme mellan clearingpartens betalning och leveransen av värdeandelarna. Även om de mottagande clearingparterna får sin nettolikvid samma dag, är det svårt för dem att överföra betalningarna vidare till slutkunderna. Detta beror på den dagliga tidtabellen för betalningsclearingen mellan bankerna. De ställda säkerheterna friställs så snart clearingparten har fullgjort hela sin betalningsförpliktelse.

Om en clearingpart inte i tid ställer tillräckliga säkerheter, avbryter värdepapperscentralen omedelbart clearingen av partens avslut för den clearingdagen och underrättar de övriga clearingparterna om avbrottet. Med samtycke av de övriga parterna kan en ny likviddag bestämmas för den part som drabbats av störningen. Om en motpart inte går med på detta skall köpen avvecklas ett och ett eller hävas. Vid likvid per avslut skall värdepapperscentralen övervaka betalningen samt att köpet genomförs på rätt sätt. Det kan det oaktat bli nödvändigt att häva ett sådant köp.

Om en clearingparts försummelse leder till att ett köp avförs ur OM-systemet, skall för clearingparterna göras upp nya prognoser rörande avvecklingsdagens clearing. Av denna anledning har värdepapperscentralen rätt att uppskjuta clearingen till en senare tidpunkt under likviddagen. Om clearingen i ett sådant fall skulle ske efter klockan 14.00, kan värdepapperscentralen uppskjuta den också till följande dag. Då säkerheter ställts och värdepapperscentralen övertagit ansvaret för betalningarna har värdepapperscentralen rätt att realisera säkerheterna om inte clearingparten betalar det belopp som nettokalkylen utvisar. På grundval av dröjsmål som en clearingpart har orsakat kan värdepapper-

scentralen hos denne uppbära en dröjsmålsavgift som räknas ut på värdet av det försenade värdeandelsbeloppet.

Inom börshandelns clearingsystem är det köparens clearingpart som bär risken i det fall att säljaren inte i tid levererar de värdeandelar som köpet avser. Den tekniska lösning som värdeandelssystemet bygger på förhindrar att bokningar annulleras i samband med sådana avslut vilkas förhandsbokningar och -meddelanden stämmer överens. Avsluten blir således på likviddagens morgon på sätt och vis låsta i värdeandelsregistren, vilket innebär att de sålda värdeandelarna uteslutande kan användas för fullbordande av köpet. Inom börshandelns clearingsystem bär köparen således risken ända till låsningsögonblicket. Överensstämmelsen mellan förhandsbokningarna och -meddelandena i värdeandelsregister kontrolleras slutgiltigt strax före clearingögonblicket. Eftersom köparens clearingpart fr.o.m. dagen efter avslutet kan följa clearinggen genom sin egen arbetsstation, kommer en eventuell försummelse från säljarens sida inte som en överraskning.

Säljarens clearingpart bär för sin del risken för att ett avslut inte blir clearat i det fall att köparen har åsidosatt sin förpliktelse att ställa tillräcklig säkerhet. Värdepapperscentralen kontrollerar säkerhetsläget på likviddagen. En part kan förvissa sig om att clearinggen görs först, då värdepapperscentralen övertar ansvaret för betalningen. Säljarens och köparens motpartsrisker kan således kvarstå inom börshandelns clearingsystem för värdeandelsöverlåtelse ända till avvecklingsdagen. Eftersom börser dock övervakar parternas prestationer behöver köparen och säljaren inte riskera att förlora sin egen prestation heller i det fall att motparten åsidosätter sin förpliktelse att fullborda köpet.

Clearing av värdepappersöverlåtelse

Även om en stor del av de avslutade köpen med börsvärdepapper avser värdeandelar, bedrivs det handel också med värdepapper.

Värdepapperscentralen använder automatisk databehandling vid clearinggen av värdepapper. Den bankdag som följer efter avslutsdagen överför värdepapperscentralen data om de köp som skall clearas från OM-systemet till handelsclearingsystemet. De värdepappersförmedlare som deltar i clea-

ringen (clearingparterna) har inom datasystemet per värdepappersslag förda och kalkylmässiga konton, genom vilka avsluten och leveranserna bokförs. Kontosystem för värdepapper (APC-system) betjänar endast bokföringen och har inte samma rättsliga ställning som värdeandelssystemet. Inom systemet räknas efter avslutsdagen för varje clearingpart ut en clearingprognos, som parten kan följa genom sin egen arbetsstation. I clearingprognosen specificeras varje värdepappersslag som clearingparten har gjort affärer med under en handelsdag. Köp och försäljningar som har gjorts med samma värdepappersslag sammanslås enligt nettoprincipen till ett enda tillgodohavande eller en enda leveransförpliktelse. Clearingprognosen anger också en enligt nettoprincipen uträknad betalningsförpliktelse eller fordran. Kvällen före clearingdagen gör datasystemet i bokföring nettonoteringar på clearingparternas värdepapperskonton.

Clearingparterna skall på clearingdagen till värdepapperscentral leverera det antal värdepapper av varje slag som bokningarna anger. Värdepapperscentralen betalar till en clearingpart endast en summa som motsvarar de levererade värdepapperen. Mot betalningen skall clearingparten överlåta sina med köpet sammanhängande rättigheter till värdepapperscentralen.

De parter som har förvärvat värdepapper skall hämta värdepapperen från värdepapperscentralen på clearingdagen. I det sammanhanget skall parten betala endast de värdepapper som parten får. En clearingpart kan således samma dag bli tvungen att först leverera värdepapper och därefter avhämta andra papper. Samma arrangemang gäller i fråga om betalningarna. En clearingpart får inte kvitta till leveranser och avhämtningar anslutna betalningar mot varandra. Betalningarna kan skötas med bankväxel, certifierad check eller girering.

Vid värdepappersclearing levererar och mottar en clearingpart endast nettoantal av bestämda värdepappersslag. För att avsluten skall kunna fullbordas måste parten ordna intern clearing mellan sina kunder.

Värdepapperscentralen svarar inte för att avsluten fullbordas i samband med clearing- en av värdepappersöverlåtelser. Värdepapperscentralen har gentemot parterna förbundit sig att endast ombesörja betalningen av värdepapper som har levererats till den och att överlåta dem mot betalning. En part som

inte uppfyller sin leverans- eller betalnings- skyldighet skall visa vilket köp försummelsen hänför sig till. I fråga om detta avslut justeras betalningsclearingen och värdepappersleveransen i motsvarighet till försummelsen. Om parten inte omedelbart visar vilket avslut en brist hänför sig till, gör värdepapperscentralen sammankopplingen. En part som är oskyldig till försummelsen har rätt att häva köpet dagen efter clearingdagen. Det är således närmast fråga om positionsnetting i clearingen.

Värdepappersöverlåtelser kan om parterna så önskar clearas också per avslut. I så fall görs ingen netting av förpliktelserna och likviderna styrs inte via värdepapperscentralen. Värdepapperscentralen övervakar emellertid clearingen per avslut genom att avkräva parterna rapporter om avslut beträffande vilka parterna har ordnat leveranserna och betalningarna sinsemellan. Om det t.ex. på grund av storleken av ett avslut är motiverat att det clearas separat, kan värdepapperscentralens verkställande direktör besluta om en sådan överföring också utan parternas begäran.

En clearingpart som har gjort en försummelse blir skadeståndsskyldig i förhållande till den skadelidande parten. En part kan också bli skyldig att till värdepapperscentralen betala ersättningar av typen avtalsvite och dröjsmålsränta.

Penningmarknaden

På penningmarknaden förmedlas i regel högst ettårig finansiering i främmande kapital. Bankcertifikaten har juridiskt sett formen av kortfristiga innehavarskuldebrev. I place- ringsögonblicket betalas för dem ett pris som understiger det nominella värdet, vilket innebär att räntan består av skillnaden mellan det nominella värdet och det betalda priset. På grundval av bankcertifikatens räntor fastställs de s.k. heliborräntorna, som allmänt används som referensräntor för krediter och bankdepositioner.

Förutom med bankcertifikat handlas på penningmarknaden med skuldförbindelser som emitteras av staten, med företagscertifikat och med kommuncertifikat. Handel bedrivs också med s.k. räntebytesavtal (eng. *swaps*). Investeringsobjekt på penningmarknaden är vidare de på bankcertifikat baserade ränteterminerna och -optionerna. Med dessa derivatinstrument vill parterna anting-

en skydda sig mot eller dra nytta av förändringar i marknadsrätterna.

Penningmarknaden kännetecknas av ett högt tempo och investerarnas yrkesmässighet samt av stora enskilda avslut. Penningmarknaden är uppbyggd som en bilateral marknad där handeln sker per telefon. Referensbud ges genom kommersiella datakommunikationssystem, t.ex. Reuters-systemet. Dessa offentliga anbudsuppmaningar är emellertid inte bindande för givaren. Egentliga bindande anbud ges på begäran per telefon mellan säljaren och köparen. På penningmarknaden är ett bindande anbud således inte offentligt.

Typiska parter på penningmarknaden är kreditinstitut, företag, staten och Finlands Bank. På marknaden finns ett för hela den investerande allmänheten öppet område som kallas kundmarknaden. På denna bedrivs handel med alla på penningmarknaden förekommande investeringsobjekt.

Finlands Bank har sedan år 1987 målmedvetet deltagit i handeln på penningmarknaden, genom att sälja och köpa av bankerna emitterade bankcertifikat. Dessutom emitterar den egna certifikat. Genom sina operationer på den öppna marknaden vill centralbanken påverka den allmänna ränteutvecklingen. Den har som motpart i sina transaktioner accepterat endast vissa stora, till centralbanksfinansiering berättigade kreditinstitut (interventionsparter) som har undertecknat det år 1991 uppgjorda avtalet om spelregler för penningmarknadshandeln. Genom avtalet förbinder sig instituten (marknadsgaranterna) att på begäran ge varandra och centralbanken bindande köp- och säljanbud på penningmarknadsskuldebrev som är föremål för handel.

Handeln mellan Finlands Bank och de kreditinstitut vilka den har godkänt som marknadsgaranter utgör penningmarknadens kärna, den s.k. interbankmarknaden. Kreditinstitutet utnyttjar denna marknad för balansering av likviditet. Interbankmarknaden är huvudsakligen reglerad genom spelregelavtalet, som innehåller föreskrifter om beteendet på penningmarknaden och biläggandet av tvister. Avtalet innebär inte att parterna måste förbinda sig att ställa marknadsgaranti för alla emitterade bankcertifikat, utan marknadsgaranterna kan meddela centralbanken och andra parter vilka emittenter och förbindelser marknadsgarantin gäller. Varje marknadsgarant fastställer s.k. avvikelsepoäng för

de skuldförbindelser som den har förbundit sig att handla med. Dessa poängtal avspeglar marknadsgarantens syn på den risk som är förenad med respektive emittenter. Marknadsgaranterna lägger sina bud på interbankmarknaden som om de gällde egna bankcertifikat och köpen avtalas på grundvalen därav. Först i ett senare skede utreder parterna vilka skuldförbindelser köpet de facto avsett. Härvid prissätts andra bankcertifikat än anbudsgivarens på grundvalen av avvikelsepoängtalen.

Interbankmarknadens parter skall med tanke på riskhanteringen bestämma gränser för ägandet av envar emittents förbindelser. Det ömsesidiga förtroendet är en avgörande marknadsfaktor. Eventuella tvister biläggs om möjligt först bilateralt, parterna emellan, men tvister kan också hänskjutas till en etisk nämnd som består av representanter för marknadsparterna. Parterna ger i spelregelavtalet Finlands Bank rätt att helt avstånga den som brutit mot avtalet från handeln och centralbanksfinansieringen, i sådana fall då centralbanken anser att ett avtalsbrott har ägt rum. Finlands Bank kan enligt avtalet i så fall också kräva utbyte av de ansvariga personerna i partens anställning.

Clearingsystem i penningmarknaden

Av de skuldebrev som förekommer på penningmarknaden har hittills endast depositionsbankernas bankcertifikat och statens skuldförbindelser emitterats i elektronisk form. För dessa värdeandelar upprätthålls värdeandelsregister i den datatekniska miljö som upprätthålls av Finlands Värdepapperscentral Ab. I bolagets datasystem har upptagits också andra värdeandelar i främmande kapital.

Värdepapperscentralen fungerar som clearingcentral för överlåtelser av bankcertifikat och staten skuldförbindelser. Bolagets stadgar är anpassade till dess datatekniska miljö och clearingverksamhet. Enligt lagstiftningen behöver stadgarna inte fastställas av finansministeriet. Värdepapperscentralen säkerställer iakttagandet av stadgarna genom kravet att clearingparterna skall underteckna ett standardavtal om att fungera enligt datasystemets villkor.

Som clearingparter fungerar de registeransvariga som styrelsen för Finlands Värdepapperscentral Ab har godkänt eller ombud som agerar på basis av registeransvariges

tillstånd. Clearingparter är för närvarande de största affärsbankerna, Finlands Bank och statskontoret samt vissa andra kreditinstitut, t.ex. Finlands Exportkredit Ab.

I samband med clearingförfarandet övertar värdepapperscentralen själv ansvaret för att de köp fullbordas som den åtagit sig att clera. Ett sådant arrangemang innebär betydande risker för clearingföretaget. För att trygga värdepapperscentralens verksamhetsförutsättningar har därför ingåtts särskilda arrangemang, liksom försäkringar och för-lustdelningsförbindelser. Bolagets likviditet tryggas i sista hand av Finlands Bank, som vid behov beviljar bolaget likviditetskredit.

Clearing av penningmarknadshandel

I samband med avslut på penningmarknaden avtalas som leverans- och betalningstidpunkt för värdepapper vanligen den andra bankdagen efter avslutsdagen. Sådant handel kallas spot-handel. Inom värdepapperscentralens clearingsystem kan överlåtelseerna emellertid clearas också vilken som helst annan dag som parterna avtalar. Om parterna så önskar kan clearingen ske t.o.m. under avslutsdagen.

Penningmarknadsavslut clearas inom värdepapperscentralen på tre sätt, dvs. genom garanterad nettoclearing, clearing per avslut och intern clearing.

Garanterad nettoclearing. Clearingparterna står genom sina egna arbetsstationer i kontakt med värdepapperscentralens datasystem. Efter att ett köp avslutats skall såväl säljarens som köparens clearingpart anmäla avslutet till systemet. Systemet kontrollerar noteringarna automatiskt och bekräftar köpet om parternas anmälningar är överensstämmande.

Dagen före den i köpevillkoren avtalade leveransen kontrollerar datasystemet att säljaren på sitt värdeandelskonto har de värdeandelar som behövs för att fullborda köpet. Köpet godkänns emellertid för clearing först då ett tillräckligt antal värdeandelar är på inkommande till kontot, förutsatt att värdeandelarna ännu hinner med i leveransen. I samband med godkännandet reserveras värdeandelarna för leveransen genom överföring till den överlåtande clearingpartens kommissionskonto. Samtidigt pantsätts värdeandelarna för värdepapperscentralens räkning. Systemet tillåter således i princip ända till ögonblicket för godkännandet att handel-

sclearingen av sådana värdeandelar fortsätter, som säljaren inte äger ännu vid avslutstidpunkten.

Finlands Värdepapperscentral Ab kräver säkerheter för clearingparternas betalningsförmåga och värdeandelsleveranser. Köparen skall ställa säkerheter för den priskost som är förenad med de värdeandelar som utgör köpeobjekt. När säkerheterna har ställts tar värdepapperscentralen ansvar för att både de efter nettningen återstående värdeandelsleveranserna och nettobetalingarna fullgörs. Värdepapperscentralen blir således inte i något skede part i köpet.

Vid clearingen behandlas de avslut som har godkänts för clearing före det egentliga clearingskedet börjar. Vid nettningen uträknas för varje clearingpart och värdeandelslag ett tillgodohavande eller en leveransförpliktelse. Systemet fullgör leveransen genom att överföra de värdeandelar som finns på de överlåtande clearingparternas kommissionskonton till de mottagande clearingparternas kommissionskonton. De värdeandelar som behövs för att fullborda köpen överförs emellertid omedelbart vid samma körning från kommissionskontona till köparnas eller motsvarande mottagares konton, vilkas har anvisats i samband med avsluten.

Nettning skall verkställas också mellan clearingparternas betalningsförpliktelser och fordringar. För avvecklingen skall clearingparterna stå i kontakt med Finlands Banks checkkontosystem. Finlands Värdepapperscentral Ab har inom detta system ett checkkonto, via vilket nettobetalingarna i samband med värdeandelsöverlåtelser sköts. Clearingsystemet överför de värdeandelar som skall överlåtas till mottagarnas värdeandelskonton först när Finlands Värdepapperscentral Ab har fått vetskap om att betalningen har kommit in på dess eget checkkonto. De clearingparter som har fordringar på Finlands Värdepapperscentral Ab får i samband med leveransen in betalningen på de konton som de anvisat.

Vid nettningen ombesörjer Finlands Värdepapperscentral Ab inte att betalningen når ända fram till clearingparternas kunder. Parterna skall själva se till att betalningarna redovisas till värdeandelssäljarna efter att nettobetalingarna har kommit in på parternas checkkonton. Leverans mot likvid-principen förverkligas således vid Finlands Värdepapperscentral Ab:s nettning endast mellan clearingparterna. Clearingen mellan par-

terna och deras kunder baserar sig på ömsesidigt förtroende.

De värdeandelar som noterats på clearingparternas kommissionskonton är fortgående pantsatta hos Finlands Värdepapperscentral Ab. Bolaget förutsätter att en clearingpart själv hos sin kund inhämtar sådant pantsättningsamtycke som förutsätts i 4 kap. 5 § 1 mom. värdepappersmarknadslagen. Clearingparten kan dessutom ställa säkerhet i form av depositioner eller andra säkerheter som Finlands Värdepapperscentral Ab har godkänt.

Om ett avslut som registrerats i datasystemet inte godkänns för clearing, eliminerar systemet verkningarna av registreringen genom att göra ett automatiskt avslut i andra riktningen. En clearingpart kan emellertid på förhand samtycka till en överföring till clearing per avslut i stället för annullering av avslutet. Om båda parterna i ett köp som inte godkänts har givit sådant förhandssamtycke kan avslutet clearas skilt för sig. Den omständigheten att ett köp inte godkänns kan bero t.ex. på att säljarens clearingpart inte i tid får de för överlåtelsen erforderliga värdeandelarna i sin besittning. Om det blir nödvändigt att annullera ett köp, blir den part som har åsidosatt sin förpliktelse tvungen att till Finlands Värdepapperscentral Ab betala avtalsvite som fastställts av bolagets styrelse. Bolaget skall för sin del fördela vitet i förhållande till köpesummorna, mellan de oskyldiga parter som har deltagit i clearing. Eftersom det eventuellt har gjorts flera köp rörande samma värdepapper före annulleringen, kan följden bli att hela köpedjor annulleras.

Om köparens clearingpart inte kan fullgöra sin betalningsförpliktelse beviljar Finlands Värdepapperscentral Ab automatiskt parten en finansieringskredit av betalningsskyldighetens storlek, för en bankdag. Finlands Värdepapperscentral Ab får de för krediten erforderliga medlen från Finlands Bank, till vilken bolaget för sin del kan överföra de säkerheter som det fått av clearingparten. Avsikten med detta kreditarrangemang är att säkerställa att penningmarknaden inte omedelbart råkar ut för störningar på grund av en parts betalningssvårigheter. Om en clearingpart inte betalar sin finansieringskredit, realiserar Finlands Värdepapperscentral Ab clearingpartens säkerhet.

Clearing per avslut. Värdeandelsköp kan inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s da-

tatekniska RM-miljö clearas också per avslut. Inom ramen för detta förfarande görs ingen nettning av leveransförpliktelser som avser värdeandelar. Typiska för penningmarknaden är långa handelskedjor som genomförs på en gång. Även om clearingen per avslut inte heller innebär nettning av parternas betalningsförpliktelser, beaktar clearingsystemet nettofinansieringsbehovet i fråga om de vid samma tidpunkt genomförbara köpen, antingen per värdeandelskonto eller per clearingpart. Systemet innebär att de medel som flyter in vid försäljningen av värdeandelar används för betalning av köp som genomförs samtidigt. Detta innebär att parten skall betala endast skillnaden mellan dessa belopp. Clearing av masskuldebrevsmarknaden sköts nästan enbart per avslut i RM-system.

Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s centraliserade datasystem är det möjligt att mellan värdeandelskontona göra simultana och ömsesidiga överföringsnoteringar. Denna egenskap hos datasystemet utnyttjas vid clearing per avslut. Genom datasystemet fullbordas avslutet på den avtalade leveransdagen, så snart som säljaren på sitt värdeandelskonto har de erforderliga värdeandelarna och köparen har ställt för betalningen tillräckliga penningmedel till förfogande. Säljaren kan i samband med registreringen av köpet meddela att de sålda värdeandelarna reserveras så att de kan användas endast för fullgörande av leveransen. Köparen kan för sin del på förhand, på Finlands Värdepapperscentral Ab:s checkkonto i Finlands Bank, reservera penningmedel för betalning till säljaren.

Vid clearing per avslut kan värdeandelarna överföras från säljarens värdeandelskonto till köparens konto samtidigt som säljaren får betalning ur köparens medel. Leverans mot likvid -principen kan således vid clearing per avslut förverkligas också mellan olika clearingparter kunder. Finlands Värdepapperscentral Ab tar inte ansvar för avslutet och de värdeandelar som utgör köpeobjekt pantsätts inte heller hos bolaget. Om det saknas förutsättningar för att genomföra köpet avförs det automatiskt ur systemet då fem dagar har förflutit från den avtalade leveransdagen.

Intern handel inom värdeandelsregistret. Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s datasystem kan också registreras handel som bedrivs internt inom värdeandelsregistret.

Clearingen av sådana intern handel inskränker sig till att överföringen av värdeandelar från säljaren till köparen inom systemet sker efter att de sålda värdeandelarna finns på säljarens värdeandelkonto och kan överföras. Betalningarna styrs inte via systemet och Finlands Värdepapperscentral Ab svarar inte för prestationerna.

Påföljder, tillsyn

Finlands Värdepapperscentral Ab kan förelägga en clearingpart avtalsvite och förvägra en part som bryter mot reglerna tillträde till bolagets system. Beslut om påföljder fattas av bolagets styrelse eller verkställande direktör, men vissa påföljder kan också matas ut direkt ur datasystemet, utan särskild prövning. Tack vare det centraliserade datasystemet kan clearingparterna själva kontinuerligt och i realtid genom sina bildskärmsterminaler följa hur clearingens framskrider samt sin egen position i förfarandet. De kan således reagera snabbt då de upptäcker fel.

Masskuldebrevsmarknaden

Masskuldebrev emitteras av staten, kreditinstituten och företagen när dessa behöver långfristig finansiering i främmande kapital. Lånetiderna är i dessa sammanhang vanligen 2–10 år.

Eftermarknaden för masskuldebrev som satts i allmänt omlopp var länge utvecklad i Finland. I allmänhet bytte låneandelar inte ägare efter att de första gången hade tecknats på primärmarknaden. Bristande likviditet har minskat benägenheten att investera i masskuldebrev och av denna anledning har investerarna på den inhemska masskuldebrevsmarknaden krävt högre avkastning än om det hade varit fråga om en välfungerande marknad.

Merparten av handeln med masskuldebrev sker utanför Helsingfors Fondbörs. Bankerna säljer vanligen låneandelar till köpare inom detaljhandeln direkt ur sina egna låneportföljer. På partimarknaden för masskuldebrev sker handeln, liksom på penningmarknaden, per telefon. Handeln clearas i Finlands Värdepapperscentral Ab:s RM-system. I clearingens av masskuldebrevsmarknaden celtar banker och några värdepappersföretag. Köp som avser masskuldebrev kan anmälas till HETI-systemet, men praxisen är oenhetlig härvidlag. Av denna anledning upptar den

information som Helsingfors Fondbörs publicerar om masskuldebrevsmarknaden endast en liten del av avsluten och volymuppgifterna rörande referenslån. Dessa uppgifter publiceras däremot regelbundet i Reuters kommersiella informationssystem.

I syfte att förbättra likviditeten på eftermarknaden skapades sommaren 1992 ett huvudmarknadsgarantisystem (*primary dealer system*) för statens referenslån. När det gäller utvecklandet av marknaden för masskuldebrev intar staten en central ställning, eftersom den är marknadens överlägset största emittent av masskuldebrev. Den djupa ekonomiska recessionen har lett till att statens skuldbörda vuxit betydligt. Lån upptas på den inhemska marknaden huvudsakligen genom emission av serieobligationer.

Huvudmarknadsgarantisystemet är uppbyggt på två avtal. I ett avtal med statskontoret har huvudmarknadsgaranterna förbundit sig att upprätthålla en eftermarknad och att ge bindande prisanbud på statens referenslån. Huvudmarknadsgaranterna har skyldighet och ensamrätt att delta i de auktioner som hålls i samband med låneemission. Ett avtal som undertecknats mellan Finlands Bank och huvudmarknadsgaranterna gäller de regler som skall iakttas på eftermarknaden. Finlands Bank övervakar iakttagandet av dessa regler.

Med tanke på eftermarknadens utveckling är det av största vikt att handeln, clearingens och förvaringen av värdepapper sköts snabbt och effektivt. Dessa krav kan bäst tillgodoses inom värdeandelssystemet. Emission av masskuldebrev i form av värdeandelar började i december 1995 efter att de nödvändiga lagförändringar hade trätt i kraft (1386/1995). Nuförtiden har största delen av masskuldebrev överförts till värdeandelssystemet.

Till systemet har anslutits endast masskuldebrev som är avsedda för partimarknaden.

Finlands Banks checkkontosystem och avvecklingen inom värdepappershandeln

Avvecklingen

Inom banksystemet handläggs dagligen en stort antal transaktioner, av vilka endast en del ansluter sig till värdepappershandelns betalningar. Under 1990-talet har depositionsbankerna årligen skött flera hundra miljoner transaktioner som gällt betalningsför-

medling. Med tanke på avvecklingens snabbhet måste de överföringar som sker bankerna emellan ordnas effektivt.

Finlands Banks checkkontosystem utgör kärnan i det finländska betalningssystemet. Det nuvarande systemet infördes år 1991. Det består av Finlands Banks checkkontotillämpning och kontoinnehavarnas arbetsstationstillämpning samt av kommunikationsnätet som förbinder dessa. Systemet baserar sig på den av Finlands Bank upprätthållna checkkontodatabasen inom vilken de kontoinnehavare som centralbanken godkänner kan hålla sina clearingkonton i mark. Av de företag som godkänns som kontoinnehavare är merparten depositionsbanker och filialkontor till utländska kreditinstitut. Utöver dessa har också statens säkerhetsfond, statskontoret och Finlands Värdepapperscentral Ab checkkonton i systemet. Också SOM Ab har fått rätt att använda två checkkonton. Inte ett enda värdepappersföretag har tillsvidare ansökt som checkkontoinnehavare (läget 1.10.1997).

Arbetsstationerna kommunicerar med checkkontodatabasen i realtid. Genom sina egna arbetsstationer kan checkkontoinnehavarna själva sköta betalningar till andra kontoinnehavare. En transaktion som matas in i en arbetsstation överförs direkt till Finlands Banks tillämpning, där den registreras mellan kontona. Kontoinnehavarna kan därför via sina arbetsstationer kontinuerligt följa checkkontots saldo och registreringarna på kontot. Med tanke på betalningsförmedlingen är det av en central betydelse att kontoföringar kan förmedlas mellan arbetsstationstillämpningarna och kontobankernas övriga system i realtid.

För att trygga betalningsrörelsens snabbhet har centralbanken beviljat de kontoförande bankerna rätt att ha dagslånga debetsaldon på checkkontot. Centralbanken kräver fulla säkerheter för denna endagskredit. Finlands Bank har sanktionerat checkkontoöverskridning och säkerhetsunderskott. Ett checkkonto kan också vara kreditlöst.

Betalningssystemets funktion tryggas också genom att kontoförande bankerna har givits möjlighet att vid behov av Finlands Bank få kredit över natt för att upprätthålla sin likviditet. Likviditetskrediten skall täckas med säkerheter till fullt belopp. Som säkerhet för checkkontolimiten och likviditetskrediten skall bankerna ha av staten emitterade skuldförbindelser och masskuldebrevslån

samt Finlands Banks bankcertifikat.

Inom checkkontosystemet handläggs tre typer av transaktioner. För det första noteras kontotransaktioner mellan Finlands Bank och depositionsbankerna. Dessa görs inom systemet i realtid och kontinuerligt. Kontotransaktionerna ansluter sig närmast till penningförsörjningen, valutahandeln och den centralbanksfinansiering som bankerna får. För det andra behandlas inom checkkontosystemet överföringar i samband med transaktioner bankerna emellan. Dessa är oftast en följd av penning- och valutaaffärer samt av s.k. overnightkrediter och -depositioner, genom vilka bankerna dagligen balanserar sin likviditet.

De transaktioner som hör till den tredje kategorin är betalningsavveckling samt överföringar mellan olika clearingsystem. Clearingsystem av den sist nämnda typen är t.ex. Finlands Värdepapperscentral Ab:s system. De inom värdepapperscentralens clearingsystem fastställda nettobetalningarna till värdepapperscentralen skall göras dagligen före klockan 11.30 inom checkkontosystemet. Värdepapperscentralen skall för sin del avveckla clearingmedlemmarnas fordringar efter klockan 13.00. Kontoföringarna i samband med den av Finlands Värdepapperscentral Ab:s RM-clearingsystemets garanterade nettningen görs klockan 13.00—14.00.

Överföringarna av täckningarna för de inhemska kundbetalningar som bankerna förmedlar clearas dagligen inom betalningsavvecklingen. När en bankkund girerar en betalning till en kund i en annan bank, måste betalningens täckning avvecklas mellan bankerna. I kommissionsförhållandet mellan den betalande kunden och den bank som denne anlitar skall bankernas allmänna förmedlingsvillkor iakttas. Bankerna har avtalat att en betalning som överförs till en annan bankgrupp skall noteras på mottagarens konto senast den andra bankdagen efter att betalningen har debiterats hos betalaren. Täckningen för betalningarna skall inom checkkontosystemet, beroende på transaktionstypen överföras antingen på bankdagen före betalningsdagen, på betalningsdagen eller dagen efter betalningsdagen. Överföringsprinciperna avtalas av bankerna sinsemellan.

Finlands Bank och de banker som deltar i betalningsavvecklingen har inbördes clearingavtal. Clearingen görs i två skeden. Varje bank räknar först själv ut den fordran el-

ler skuld som har uppstått i förhållande till varje annan clearingmedlem, genom de transaktioner som den själv har förmedlat. Därefter matas resultaten in i Finlands Banks tillämpning, där nettosummorna krediteras respektive debiteras mellan parternas checkkonton. Kontogireringarna sker samtidigt genom den s.k. clearingkörningen ungefär klockan 15.45. Uppgifterna om de transaktioner som ligger till grund för betalningsclearingen överförs direkt mellan bankerna.

Betalningsavvecklingen gäller betalningarnas täckningar som förmedlas bilateralt mellan clearingbankerna. Nettobeloppen räknas ut bilateralt. Täckningsöverföringarna ändrar inte rättsförhållandena mellan de ursprungliga parterna. Betalaren blir således fri från sitt ansvar först då mottagarens bank har noterat den överförda penningssumman på mottagarens konto. Betalaren kan inte gentemot mottagaren åberopa att en likvid har ingått i betalningsclearingen, om den av någon orsak inte därefter noteras på mottagarens konto. Å andra sidan kan inte heller en bank som på uppdrag förmedlar en betalning åberopa betalningsclearing eller den mottagande bankens försummelser när den gör invändningar mot yrkanden som grundar sig på uppdragsförhållandet.

Inom checkkontosystemet sköts dessutom överföring av nettotäckningar för utländska betalningar i mark samt nollställning av bankernas postgirokonton. De inom checkkontosystemet gjorda betalningarna uppgick år 1996 till ca 8 000 miljarder mark.

I augusti 1996 publicerade Europäiska monetära institutet EMI "Första interimrapporten om TARGET-systemet". (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer*). Den behandlade främst följande frågor angående genomförandet av TARGET-systemet: tillförsel av likviditet under dagen, prissättningspolicy, öppethållandetider, tillhandahållande av avvecklingstjänster åt andra betalningssystem som hanterar stora betalningar, projektets organisatoriska ram och tekniska specifikationer för de gemensamma funktionerna.

Betalningsrörelsen inom värdepappershandeln

Enligt 52 § lagen om värdepappersföretag är ett förmedlingsföretag skyldigt att hålla kundmedel som det förvaltar åtskilda från företagets egna medel. Medel som ansluter

sig till uppdrag skall investeras på i stadgandet nämnda kundmedelskonton som värdepappersföretagen är skyldiga att öppna i depositionsbanker. Avsikten med stadgandet är att trygga kundens ställning i det fall att företaget försätts i konkurs eller blir föremål för utmätning. I och med att kundens och värdepappersföretagets medel hålls vederbörligen åtskilda från varandra, får kunden sin egendom tillbaka oavsett en eventuell konkurs, i enlighet med 54 § konkursstadgan. Av denna anledning får kundmedel inte ens tillfälligt överföras till värdepappersföretagets bankkonto. Finansinspektionen har för värdepappersföretagen utfärdat anvisningar om separation av kundmedel (anvisning 203.3a, utfärdad 16.7.1996).

Stadgandet om åtskiljande av kundmedel är bokstavligen tillämpligt endast på värdepappersföretag. Värdepappersförmedlare är utöver dessa enligt 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen dessutom kreditinstitut, utländska kredit- och finansieringsinstitut samt utländska värdepappersföretag. Också andra värdepappersförmedlare som bedriver värdepappersförmedling är i enlighet med sin allmänna omsorgsplikt skyldiga att förvalta kundmedel på ett sådant sätt att dessa inte olovligen kan användas för värdepappersförmedlarens egen räkning.

Inom värdepappershandeln överförs köpesumman först från köparkundens bankkonto till det kundmedelskonto som förs av värdepappersförmedlaren. För kundens räkning kan från detta konto fullgöras betalningar endast i den mån som det finns kundmedel deponerade på kontot. Värdepappersförmedlarna får inte låna pengar från kundmedelskonton för sina egna betalningar. Förmedlarna fungerar som clearingmedlemmar inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s clearingsystem. Inom dessa systems betalningsclearing fastställs för varje clearingmedlem betalningsskyldigheter och tillgodohavanden. Inom båda clearingsystemen kan betalningarna i princip skötas inom Finlands Banks checkkontosystem. Om en värdepappersförmedlare som är clearingmedlem emellertid inte står i direkt kontakt med checkkontosystemet, skall förmedlaren samarbeta med en depositionsbank som har en sådan förbindelse. Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s OM-clearingverksamhet kan en clearingmedlem sköta sina betalningar också via värdepapperscentralens bankkonto eller med bankväxel. Efter clea-

ringen skall förmedlarna dra försorg om att köpesumman ställs till säljarkundernas förfogande.

Den s.k. *same day funds* -principen kan försvåra tidsplaneringen av systemet för clearingsystem som baserar på nettnig. Principen innebär att betalningen för värdepapper skall stå till mottagarens förfogande redan samma dag som värdepapperen levereras. T.ex. Finlands Värdepapperscentral Ab börjar i OM-clearingsystemet göra betalningarna till parterna klockan 13.15. Värdepappersförmedlarna måste skynda sig för att kunderna skall hinna få sina betalningar redan till samma dags clearingkörning inom checkkontosystemet. En del av värdepappersförmedlarna måste därför använda checker och andra likvida betalningsmedel för att överföra de vid clearingens behövliga täckningarna mellan bankerna och värdepapperscentralen.

Eftersom en förmedlare utför sina kunderna uppdrag härrör åtminstone en del av hans förpliktelser eller tillgodohavanden från avslut som han gjort för sina kunders räkning. En clearingorganisations nettningskalkyler inbegriper således både betalningar i samband med uppdrag som har utförts för clearingmedlemmars kunder och betalningar i samband med köp som parten gjort för sin egen räkning. Enligt den princip som framgår av 18 kap. 3 § handelsbalken får ett ombud inte använda sin huvudmans egendom för sin egen nytta. Stadgandet i 52 § lagen om värdepappersföretag förutsätter uttryckligen att kundmedlen hålls åtskilda från företagets egna medel. Av dessa stadganden följer att en kunds medel inte utan dennes samtycke får användas för betalning av en främmande skuld. En förmedlare får således inte använda kundmedel för att finansiera sina egna affärer.

2.3. Den internationella utvecklingen och lagstiftningen i vissa länder

Internationella rekommendationer

Sedan slutet av 1980-talet har det internationella intresset för clearingsystemens funktion ökat avsevärt. Bakom det ökade intresset finns många faktorer, t.ex. värdepappersmarknadens kraftiga expansion, den ökande gränsöverskridande handeln och den nya teknik som har tagits i bruk inom marknadsystemen. Clearingverksamheten har tilldra-

git sig en allt större uppmärksamhet också på grund av olika marknadsstörningar. En av de allvarligaste var den som följde på börskraschen i New York i oktober 1987. Inom den internationella handeln förekommer specifika problem som anknyter t.ex. till tidtabellsdifferenserna mellan olika länders clearingsystem, utlånningsbegränsningar och informationsgången. Vissa praktiska problem sammanhänger också med olikheterna i valutor och tidszonerna. Internationella samarbetsorgan har utarbetat rapporter och utredningar för att komma till rätta med dessa problem. I organen ingår både myndigheter och marknadsaktörer. Samarbetsorganisationerna och de övriga organen har utarbetat rekommendationsförteckningar för att förenhetliga de internationella procedurerna och främja säkerheten inom den internationella handeln. Avsikten med rekommendationerna är emellertid inte att skapa särskild enhetliga regler för den internationella värdepappershandeln. Avsikten är däremot att förenhetliga de olika ländernas nationella system.

Den viktigaste rekommendationsförteckningen ingår i den 1989 publicerade rapport som behandlar clearingsystem på den globala värdepappersmarknaden (Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets). Rapporten har uppgjorts av en samarbetsgrupp bestående av trettio stora privata finansinstitut som verkar på den internationella kapitalmarknaden, Group of Thirty (G-30). Samarbetsgruppen har kontinuerligt följt genomförandet av åtgärdsrekommendationerna i olika länder.

Värdepappersförvararnas internationella samarbetsorganisation International Society of Securities Administrators (ISSA) har åren 1988 och 1990 givit sina egna rekommendationer om clearing- och förvaringsverksamhet. Också fondbörsernas internationella organisation, Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV) uppgjorde år 1989 en rapport om utvecklandet av den internationell clearing (Improving International Settlement), inklusive ett antal rekommendationsförslag. Samorganisationen för värdepappersmarknadenstillsynsmyndigheter International Organization of Securities Commissions (IOSCO) gav år 1989 rekommendationer till sina medlemmar i syfte att utveckla det globala clearingsystemet.

Ur det nordiska samarbetets synvinkel har clearingverksamhetens utvecklingsmöjligheter utretts i Nordiska Ministerrådets rapport

(Rapport vedrørende børssamarbejde i Norden). Rapporten publicerades i november 1991. Utöver rekommendationerna om börssverksamhet framförs i rapporten åtgärdsförslag till ordnande av samarbete mellan de nordiska värdepapperscentralerna.

Centralbankernas grundläggande uppgift är att stabilisera finansierings- och betalningssystemets funktion. Centralbankerna i de långt industrialiserade staterna (G 10) har således ett starkt intresse att övervaka clearing- och avvecklingssystemens funktion och göra upp planer för att utveckla dessa. G 10-ländernas centralbanker har aktivt försökt sätta Group of Thirty's (G-30) rekommendationer i kraft. Arbetsgrupper bestående av centralbankernas sakkunniga har uppgjort flera rapporter till Internationella avvecklingsbanken (Bank for International Settlements, BIS) om clearingsystemens funktion och de därtill anslutna riskerna. Nettnings-systemen har behandlats framförallt i en 1989 publicerad rapport (Report on Netting Schemes) samt i rapporten om internationella valutabetalningar (Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries) som publicerades i november 1990. I den sistnämnda s.k. Lamfalussy-rapporten föreslås beträffande clearingsystemen vissa minikrav som skall tillämpas på internationella betalningar i olika valutor. I september 1992 publicerades dessutom en utredning som behandlar principen leverans mot likvid från värdepappersmarknadens synpunkt (Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems). Alla de nämnda publikationerna innehåller synpunkter och rekommendationer som avser att förbättra clearingsverksamhetens säkerhet.

Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD) har uppgjort en 1991 publicerad utredning om systemriskerna på värdepappersmarknaden. Utredningen innehåller bedömningar av olika nettningsystem.

De internationella organisationernas och övriga organens rekommendationer är i stor utsträckning överensstämmande och kompletterande. De skiljer sig från varandra närmast i fråga om infallsvinkeln och i detaljer. Rekommendationerna syftar överhuvudtaget till bättre riskkontroll inom clearingverksamheten. I många rekommendationer anses det viktigt att handelsclearingen av värdepapper

ordnas mellan clearingparterna enligt principen leverans mot likvid (eng. *delivery versus payment*). Dessutom betonas det att betalningen för värdepapperen skall stå till mottagarens förfogande samma dag som värdepapperen levereras (eng. *same day funds* - principen). För att minimera risker betonas det i rekommendationerna också att clearingmedlemmarnas avslut skall fastställas och kontrolleras senast dagen efter avslutsdagen. Clearingtiden vill man förkorta till tre dagar från avslutsdagen. Clearing skall enligt rekommendationerna ordnas kontinuerligt varje affärsdag. För att öka effektiviteten och minska marknadsriskerna rekommenderas nettningsystem, men samtidigt varnas det för de risker som nettningen medför. Särskilt i Internationella avvecklingsbankens utredningar betonas det att nettningen skall vara juridiskt giltig och bindande för samtliga parter, med tanke på clearingsystemens tillförlitlighet. De skillnader som finns mellan olika rättssystem medför risker också för nettningsystemens giltighet. För att underlätta gränsöverskridande handel och upprätthålla handelsclearingens nivå föreslås i flera rekommendationer att clearing och förvaringen av värdepapper borde organiseras nationellt inom ramen för en enda, rättsligt fristående värdepapperscentral. Från internationell betonas också vikten av en strikt internationell övervakning av clearingsystemen.

Europeiska unionen

EU har tillsvidare inte någon egentlig, för medlemsstaterna bindande lagstiftning om clearing av värdepappershandel. Unionen har för länge inte varit benägen att befatta sig med en grundläggande reglering av medlemsstaternas privaträtt, vars harmonisering en reglering av clearingverksamheten i det närmaste oundgängligen skulle förutsätta. Det oaktat har frågor som gäller clearingverksamheten varit föremål för intresse i den europeiska diskussionen.

Till EU-kommissionens XV generaldirektors (directorate general) ansvarsområde hör den inre marknaden och de finansiella tjänsterna samt aktiebolagslagstiftningen. Generaldirektoratet behandlar också frågor som ansluter sig till värdepappersmarknaden. På uppdrag av generaldirektoratet gjordes i slutet av 1980-talet en undersökning av clearingverksamhet i samband med gränsöversk-

ridande värdepappershandel inom EG. Denna s.k. Kessler-rapport publicerades våren 1989. I slutet av rapporten konstateras att clearingverksamheten inom EG borde utvecklas avsevärt. Målet bör enligt rapporten vara att handeln med de viktigaste värdepapperslagen och valutorna skall kunna clearas mellan medlemsstaterna snabbt, tillförlitligt och ekonomiskt. Ett fungerande internationellt clearingsystem kan byggas upp endast utgående från de nationella clearingsystemen. I rapporten rekommenderas att det i varje land grundas endast en värdepappers- och clearingcentral, som skall vara oberoende av marknadsparterna. Ett företag som upprätthåller en marknadsplats för värdepapper har som syfte att öka handeln på sin marknadsplats. Handelsföretagen prioriterar således handelns flexibilitet. En värdepapperscentral skall däremot prioritera clearingens trygghet och effektivitet samt systemens teknologiska standard. Av denna orsak rekommenderas det i rapporten att handelsplatserna för värdepapper inrättas fristående från respektive värdepapperscentral. I rapporten ges dessutom åtgärdsrekommendationer i syfte att förbättra de nationella handelsclearingsystemen. Åtgärdsrekommendationerna är i stor utsträckning överensstämmande med de ovan nämnda samarbetsorganisationernas och organens rekommendationer. Efter rapporten har inom EG arbetat en expertarbetsgrupp som har upprättat ett förslag till standardavtal mellan företag som sköter nationell värdepappersförvaring. Förslaget publicerades i december 1992.

Internationella clearingcentral

Clearingverksamheten har i olika länder ofta ordnats utgående från synnerligen egenartade lösningar. Principerna för handelsclearingen är nära förknippade med de nationella rättssystemen. Särskilt gäller detta privaträtten som av historiska orsaker kan uppvisa stora avvikelser, t.o.m. i länder med likartad rättskulturell bakgrund. Också respektive värdepappersmarknads storlek och framförallt dess struktur har i hög grad utformat clearingsystemen. Det är föga givande att föranstalta jämförelser mellan marknader och clearingsystem som uppvisar stora olikheter vad beträffar storleken, uppbyggnaden och de rättsliga grunderna. Av denna anledning inskränker sig följande granskning till en presentation av internationella värde-

pappers- och clearingcentral, med vilka clearingsystem värdepapperscentralen bör enligt 16 § lagen om värdeandelssystemet vara i samarbete.

Euroclear och Cedel

Euroclear i Bryssel och Cedel i Luxemburg är enskilda värdepappers- och clearingcentraler som betjänar den internationella värdepappershandeln. Dessa centraler grundades redan i mitten av 1960-talet, för den snabbt växande Eurobondmarknaden. Eurobonds eller Euroobligationer emitteras i flera olika länder samtidigt. Emittenterna är t.ex. konsortier bestående av internationellt verksamma banker. Vid de internationella clearingcentralerna hanteras utöver dessa obligationer också inhemska värdepapper, t.ex. aktier och aktierelaterade instrument.

Euroclearsystemet administreras av den nordamerikanska banken Morgan Guaranty Trust Co. Systemet ägs av ett hundratal kreditinstitut, bankirfirmor och stora investerare. Euroclear opererar under belgisk lag och övervakas av både Belgiens och USA:s myndigheter. Institutet Cedel (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières) ägs av ett hundratal finansiella institutioner och dess verksamhet grundar sig på speciallagstiftning. Båda systemen har flera tusen medlemmar, till största del banker och företag som tillhandahåller investeringstjänster.

Euroclear och Cedel tillhandahåller utöver avvecklingstjänster dessutom betalningsförmedling, förvaring och lånetransaktioner i samband med värdepapper. De försöker dock inte etablera sig direkt på de nationella marknaderna. I allmänhet fungerar de inte själva som värdepappersförvarare, utan värdepapperen deponeras i de nationella förvaringssystemen. Euroclear och Cedel har skapat ett världsomspännande nätverk av korrespondentbanker och nationella värdepappersförvarare. Dessa nationella samarbetsparter sköter förvaringen av värdepapper för de internationella centralernas räkning. För likvidavvecklingen utnyttjar centralerna korrespondentbanker. Handelsparterna betalar vanligen till sina inhemska banker som förmedlar likviderna till korrespondentbankerna.

Värdepapper som immobiliserats i de nationella systemen registreras automatiskt i Euroclears och Cedels bokföringssystem. Äganderätten överförs mellan systemets

kundkonton. T.ex. inom Finlands system har för värdeandelar som innehas av internationella värdepapperscentraler öppnats särskilda värdeandelskonton. De värdeandelar som finns på kontona har i enlighet med 28 § lagen om värdeandelssystemet förvaltarregistrerats i ägarförteckningarna.

Centralernas clearingsystem fungerar enligt principen om clearing av enskilda affärer och inom dem sker ingen nettning av leveranser eller betalningar. Handelsclearingen görs på vissa klockslag, då de till centralen anmälda affärerna körs i clearingprogrammet. Härvid avvecklas endast köp för vilka köparen har ställt tillräckliga medel till centralens förfogande och för vilka säljaren har de behövliga värdepapperen på sitt konto. Den slutliga leveransen sker således mot likvid, men centralerna tar inte själva ansvar för vare sig leveransen eller likviden. Eventuella störningar kan således leda till att stor mängd affärer inte genomförs. Centralerna har följaktligen försökt säkerställa clearingen av så många köp som möjligt genom olika finansieringsavtal och värdepapperslån.

År 1996 uppgick det sammanlagda värdet av de inom Euroclears system avvecklade transaktionerna till ca 34 600 miljarder dollar. Värdet av de för parternas räkning förvarade värdepapperen uppgick till ca 2 116 miljarder mark. Inom företagets system lånades dagligen värdepapper till ett värde av över sex miljarder dollar.

2.4. Bedömning av nuläget

Avsaknaden av enhetlig lagstiftning om clearingverksamhet på värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden har på senare år i många avseenden reglerats och underställts strängare tillsyn. Omsättningen och emissionen av samt den offentliga handeln med värdepapper regleras i värdepappersmarknadslagen. Förmedlarnas skyldigheter samt rättsförhållandet mellan förmedlare och kunder regleras dels i 4 kap. värdepappersmarknadslagen, dels i lagen om värdepappersföretag. Clearingen av aktie- och penningmarknaden har i praktiken utvecklats till en från dessa delområden fristående helhet. Med avseende på rättsförhållandena mellan värdepappersmarknadens parter utgör den en central funktion. På lagnivån har clearingverksamheten emellertid inte ännu uppnått en med de övriga marknadsstrukturerna jäm-

ställd status. Avsaknaden av enhetlig lagstiftning innebär att i fråga om de företag som bedriver clearingverksamhet endast de krav gäller som har ställts till värdepapperscentralen. För närvarande krävs inte koncession för clearingverksamhet och införandet av clearingregler förutsätter inte nödvändigtvis myndighetsprövning. I och med marknadens utveckling kan således de nya verksamhetsformerna bli ställda helt utanför den offentliga tillsynen.

Regleringen av värdepappersmarknaden har ursprungligen skett utgående från aktie- och småinvesteringarnas intressen. Skuldebrevsmarknaden har ägnats mindre uppmärksamhet i den lagstiftning som gäller värdepappersmarknaden och värdeandelssystemet. Skillnaderna i de på marknaden tillämpade clearingförfarandena beror således inte uteslutande på de strukturella skillnaderna mellan olika marknadsdelar. I och med att det saknats en enhetlig, normerande lagstiftning har clearingsystemen i aktie- och skuldebrevsmarknaden utvecklats i olika riktningar. Till följd av sin karaktär kan clearingverksamheten emellertid på alla delmarknader vara förenad med risker. Med hänsyn till värdepappersmarknadens funktion kan det anses vara otillfredsställande att endast clearing av standardiserade derivatinstrument har blivit tillräckligt noggrant reglerad genom normer på lagnivå. Med tanke på den tillförlitlighet som kan förväntas av clearingverksamheten är det motiverat att utsträcka regleringen på lagnivå till samtliga sektorer av värdepappersmarknaden. Inom lagstiftningen är det emellertid skäl att beakta särdragen på olika delmarknader.

Från omsättningssynpunkt är innehållet i och innehavet av ett värdepapper avgörande rättsliga fakta i ett värdepappersbaserat system. Inom ett registreringssystem som grundar sig på automatisk databehandling ersätts dessa med ADB-filer. En ovillkorlig förutsättning för korrekta registreringar inom ett värdeandelssystem är att alla överlåtelse vederbörligen utreds. Det finländska värdeandelssystemet togs i bruk våren 1992. Redan därförinnan hade såväl myndigheterna som marknadsparterna påskyndat regleringen av clearingverksamheten på lagnivå. Att systemet togs i bruk utanför inte behovet av klara och enhetliga regler. I synnerhet med tanke på värdeandelssystemet måste det således fortfarande anses vara viktigt och brådskande att åstadkomma lagstiftning om clea-

ringverksamheten.

De självregleringsbaserade förfarandenas bindande verkan

Riskhanteringen har en central betydelse för clearingsystemets tillförlitlighet. Avgörande faktorer är det valda systemets tekniska och rättsliga egenskaper. Dessa sammanhänger med datasystemet, reglerna, säkerhetsförvaltningen och tryggheten av verksamhetens kontinuitet. Självregleringen är en viktig grund för clearingsystemets tillförlitlighet. Självregleringen ger emellertid inte lösningar på alla de problem som uppkommer inom clearingsystemen. Detta gäller framförallt den situationen att självregleringen måste utsträckas till att gälla en av denna oberoende persons ställning. Avsaknaden av lagstiftning medför osäkerhetsfaktorer som måste beaktas vid bedömningen av rättsförhållandena på värdepappersmarknaden. Osäkerheten kan försvåra och överhuvudtaget inverka negativt på marknadsfunktionerna.

Tryggande av förutsättningarna för överlåtelse samt värdepapperslån

Förutsättningarna för fullbordande av transaktioner

Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s OM-system måste likviddagen flyttas fram i samband med ungefär sju procent av alla transaktioner. I merparten av framflyttningsfallen är det fråga om avslut med värdeandelar som ägs av utländska investerare. Eftersom dessa avslut i allmänhet är relativt betydande, dikteras förfarandet med framflyttning av likviddagen troligen snarare av transaktionernas värde än deras antal.

Framflyttningarna av likviddagen beror närmast på att överlåtelseförutsättningarna för utländska investerares värdeandelar inte ofta kan konstateras i tid. I allmänhet är det finländska depositionsbanker som förvaltar investerarnas värdeandelar och finländska värdepappersförmedlare som sköter avsluten för deras räkning. En utländsk investerare som vill göra affärer måste ge order och bemyndiganden till både till en förvararbank och en värdepappersförmedlare. I ett sådant triangelförhållande uppkommer det lätt informationsstörningar.

Värdeandelstransaktioner kan göras vid Helsingfors Fondbörs eller på en utländsk

marknadsplats. Med tanke på clearingens överförs värdeandelarna från förvararbankens värdeandelskonto till den av investeraren anlitade förmedlarens konto. Förmedlaren skall betala värdeandelarna till förvararbanken och denna skall iakta den av den utländska investeraren förutsatta principen leverans mot likvid. Om inte förmedlaren själv omedelbart får betalning genom clearingsystemet, blir förmedlaren således tvungen att finansiera avslutet under den tid clearing tar i anspråk.

Inom OM-systemet kan handelskedjor avvecklas i det fall att samtliga transaktioner har matats in i systemet för clearing. Om någon av transaktionerna i kedjan emellertid registreras utanför OM-systemet, överförs de övriga transaktionerna i kedjan för att invänta fastställelse av den fört nämnda transaktionen. Förmedlaren blir tvungen att finansiera köpet under tiden och betala eventuella dröjsmålsböter.

Efter avvecklingen av de ägandebegränsningar som tidigare gällde för utländska investerare har de finländska värdepappersförmedlarna råkat i hård konkurrens om nya kunder. På grund av konkurrensläget har förmedlarna nödgats acceptera påföljderna av att likviddagen flyttas. Detta har skett på bekostnad av förmedlingsrörelsens lönsamhet. Uppskjutna likviddagar gör det svårare för värdepappersförmedlarna att strikt uppfylla de omsorgsförpliktelser som stadgas i 4 kap. värdepappersmarknadslagen.

Tomma handelskedjor

Värdepappersförmedlarna kan ofta inte på förhand förvissa sig om att en utländsk investerare verkligen äger de värdepapper som ett säljuppdrag avser. Förmedlarna måste ta investerarens eget besked ad notam. Detta kan medföra dröjsmål vid avveckling av långa handelskedjor. Våra situationer kan orsakas av sådana s.k. tomma kedjor som har förekommit framförallt vid clearing av värdepapper som är i omlopp som fysiska dokument. En tom kedja uppkommer när en part avsiktligt eller av misstag i samband med s.k. blankning (eng. *short selling*) säljer värdepapper som han inte ännu äger eller annars förfogar över. Genom sådana transaktioner kan en förmedlare t.ex. försöka dra nytta av prisfluktuationer. Följande part i kedjan kan för sin del snabbt göra en ny transaktion, osv. tills det uppstår en kedja

med många parter. En blankningpart kan försöka uppfylla sin förpliktelse genom att köpa motsvarande antal värdepapper av det slag som den ursprungliga transaktionen avsåg. Härvid kan den sista parten i kedjan komma i beröring med den som sålt värdepapper som han inte äger. Cirkeln sluts därmed och i princip borde värdepappersleveransen från den förste parten gå tillbaka genom hela kedjan till denne. Eftersom parten emellertid väntar på leverans ur en tom kedja, avstannar avvecklingen av varje transaktion i kedjan.

En förutsättning för partssäkerheten på värdepappersmarknaden är att clearingparterna i tid skapar garantier för leveranserna och betalningarna. Detta gäller både avslut som parterna har gjort för sin egen räkning och avslut som de har gjort för sina kunders räkning. Inom clearingsystemet används i allmänhet metoder som innebär att de i clearingens deltagande parterna i tid skall ta reda på kundernas leverans- och betalningsförmåga.

Värdepapperslån

För att clearingorganisationerna så effektivt som möjligt skall kunna ombesörja eller överta ansvaret för värdepappers- och värdeandelsleveranser, bör de ges möjlighet att bygga upp reservsystem för att säkerställa de nödvändiga leveranserna. Utländska clearingcentraler erbjuder därför ofta parterna s.k. värdepapperslån (eng. *securities lending*).

Värdepapperslån förekommer allmänt på de internationella marknaderna. Inom låneverksamheten förekommer åtminstone två typer av avtal: låne- och återköpsavtal. Ett låneavtal innebär att en värdepappersägare tillfälligt och mot ersättning lånar ut värdepapper till den som behöver. Låntagaren får obegränsad äganderätt till värdepapperen, men han förbinder sig att vid lånetidens utgång återlämna i alla avseenden likvärdiga värdepapper till långivaren. Som säkerhet för sin förpliktelse förpantar låntagaren i allmänhet annan egendom. Dessutom avtalar parterna att låntagaren skall betala ersättning till långivaren för värdepapperens avkastning. Låntagaren kan utöva de förvaltningsbefogenheter som är förenade med värdepapperen och överlåta dem vidare. På detta sätt kan han t.ex. uppfylla sina förpliktelser i något annat avtalsförhållande. Låntagaren måste emellertid skaffa i alla avseenden

likvärdiga värdepapper på annat håll, till det vid förvärvstidpunkten rådande marknadspri-set. Om låntagaren således under lånetiden överlåter värdepapperen vidare, bär han risken för eventuella kursväxlingar. I annat fall är det långivaren som bär prisrisken, eftersom låntagaren har rätt och skyldighet att återställa värdepapperen till långivaren. Ett låneavtal kan gälla antingen för viss tid eller tills vidare. Långivarna eftersträvar naturligtvis ekonomisk nytta genom denna typ av avtal. Utlåningen kan öka avkastningen på det i värdepapperen bundna kapitalet.

Ett arrangemang av liknande typ är återköps- eller repoavtalet (eng. *repurchase agreement*). Detta innebär att ägaren (långivaren) säljer sina värdepapper och samtidigt förbinder sig att återköpa motsvarande värdepapper efter en viss tid till ett avtalat pris. Avsikten är att säljaren temporärt skall kunna frigöra kapital som är bundet i värdepapper. Repan inkluderar i själva verket två giltiga värdepappersköp, eftersom säljaren skall få ut gängse pris för värdepapperen. Skillnaden mellan detta pris och det i repa angivna högre återköpspriset utgör köparens ersättning för att han samtycker till arrangemanget. Till åtskillnad från vad som är fallet vid ett låneavtal, innebär en repa att den part får ersättning som tillfälligt tar värdepapperen i sin besittning. En repa kan också vara omvänd, dvs. avse återsäljning (eng. *reverse repo*). Initiativet tas i det fallet av en investerare som tillfälligt köper värdepapperen. Denne blir också tvungen att till säljaren betala en ersättning som utgörs av skillnaden mellan köp- respektive återsäljningspriset. Ett återsäljningavtal motsvarar således till stor del ett låneavtal. Repo-arrangemanget kan också användas för att tillgodose ett kortfristigt finansieringsbehov. Under avtalets giltighetstid ägs värdepapperen av köparen på samma sätt som de ägs av låntagaren i samband med ett låneavtal.

I rättsligt hänseende kan låne- och återköpsavtal betraktas som avyttring i förening med en skyldighet eller rättighet för förvärvaren att fullgöra motsvarande värdepappersleverans till avyttraren. Den andra leveransen skall volymmässigt och kvalitativt exakt motsvara den ursprungliga. Returnerings-skyldigheten är emellertid inte sakbunden, vilket innebär att den enbart är obligationsrättslig till sin karaktär. Avyttringen och returneringen är sinsemellan fristående rättshandlingar. Ett låne- och återköpsarrange-

mang kan således inte betraktas som ett köp i förening med ett resolutivt villkor. Det är inte heller i traditionell mening fråga om ett lån. Med lån avses nämligen i 11 kap. handelsbalken en vederlagsfri rättshandling som innebär att låntagaren har rätt att bruka lånegodset men inte överlåta det vidare. Värdepapperslån kan snarare jämföras med en varuskuld, som innebär att gäldenären får kredit i form av en viss varumängd. I ett sådant skuldförhållande skall gäldenären på förfallodagen till borgenären återbetala samma mängd identiska varor. Handelsbalkens 9 kap., som upphävdes i samband med att skuldebrevslagen stiftades, innehöll uttryckliga stadganden om utlåning av lösa genusföremål. Enligt den juridiska litteraturen kan skuldebrevslagen emellertid tillämpas också på varuskulder. Ett återköpsavtal motsvarar i sin tur i många avseenden ett kreditavtal för vilket säljaren ställer säkerhet genom att överföra värdepapper i köparens ägo. Kreditgivaren har härvid, till åtskillnad från var som är fallet vid vanlig pantsättning, rätt att överlåta säkerhetsobjektet vidare. Återköpsavtalet innehåller två giltiga, i förhållande till varandra omvända värdepappersköp som har sammanknutits genom ett speciellt avtalsarrangemang. I de bokslutsföreskrifter som finansinspektionen har utfärdat för kreditinstitut och värdepappersföretag (finansinspektionens föreskrifter 106.1 och 203.13, i kraft fr.o.m. 1.1.1997) tolkas repoavtalen som kreditgivning. Om ett företag t.ex. har köpt värdepapper och förbundit sig att sälja dem tillbaka, skall värdepapperen enligt dessa föreskrifter inte upptas som företagets tillgångar i bokföringen. Däremot skall det pris som företaget har betalat för dem upptas som en fordran i balansräkningen.

Det blir avsevärt svårare att ingå låne- och återköpsavtal rörande värdepapper, om det finns skillnader mellan de värdepapper av samma slag som är i omlopp. Inom värdeandelssystemet kan svårigheter av detta slag undvikas, eftersom värdeandelar av samma slag varken numreras eller specificeras på något annat sätt. Värdeandelar är genusföremål och värdeandelssystemet erbjuder därför möjligheter att utveckla låneverksamheten.

Den organiserade låneverksamheten underlättar sådana aktörers ställning som på ett eller annat sätt har förbundit sig att idka handel och leverera värdepapper. På den internationella lånemarknaden för värdepapper är därför framförallt clearingcentralerna

och marknadsgaranterna aktiva i detta avseende. Clearing- och marknadsgarantiverksamheten binder mindre kapital och medför mindre risker om aktörerna har möjlighet att ingå låne- och återköpsavtal. Låneverksamheten spelar således en central roll när det gäller dessa aktörers och hela marknadens riskhantering. Värdepapper erbjuds ofta till utlåning av en grupp av investerare. Gruppen ingår med en värdepapperscentral avtal om att centralen vid behov kan förmedla av investerarna ägda värdepapper till utlåning. Centralen drar för sin del försorg om att låntagaren ställer säkerheter som räcker för att trygga långivarnas intressen.

Genom låne- eller återköpsavtal försöker låntagaren undvika en hotande leveransstörning som kan bli följden av avsiktlig blankning. I det fall att marknaden erbjuder en reell möjlighet att låna värdepapper, minskar också de risker som är förenade med blankningen. Eftersom låneverksamheten möjliggör en ökning av antalet värdepapperstransaktioner blir också prisbildningen på marknaden effektivare. Å andra sidan kan marknadsparterna fungera effektivare då blankningen inte leder till direkta svårigheter för dem.

Låne- och återköpsavtalen kan standardiseras så att de blir marknadsdugliga produkter, dvs. investeringsobjekt. För instrument av detta slag är det möjligt att upprätthålla en marknad där långivarna och -tagarna möts. En faktor som ökar effektiviteten avsevärt är också att marknaden upprätthålls centraliserat. Clearingcentralerna förmedlar ofta värdepapperslån och repoavtal eller förbinder sig att själva inträda som andra part i låneavtal. På marknaden finns för närvarande inte tillräckligt långt standardiserade låne- och återköpsinstrument. I SOM Ab:s reglemente har emellertid värdepapperslåneavtal definierats som standardiserade derivatinstrument och de kan således vara föremål för handel på en marknadsplats som bolaget upprätthåller.

Ända till år 1991 gällde i Sverige ett uttryckligt förbud mot blankning. Förbudet upphävdes emellertid genom lagen om handel med finansiella instrument (1991:980). Förbudet ersattes med ett krav på att avtal om rätt att överlåta investerare tillhöriga värdepapper skall ingås skriftligen. Blankning är i Sverige tillåten för företag som står under Bankinspektionens tillsyn. Också beskattningen av värdepapperslån ändrades i

neutral riktning i samband med att värdepapperslån tilläts.

I enlighet med avtalsfrihetens princip ställer finsk rätt inget direkt hinder för låneavtal som avser värdepapper. Om t.ex. repoavtal jämföras med kreditgivning mot säkerhet kan parterna eventuellt få vidkännas stämpelskattepåföljder i det fall att den andra avtalsparterna är ett kreditinstitut. Clearingföretag, marknadsgaranter och värdepappersförmedlare drar nytta av låneverksamheten. I och med att den statliga referenslåneemarknaden är beroende av marknadsgarantier, skulle omsättningen på masskuldebrevsmarknaden öka som en följd av att det ingås låne- och återköpsavtal. Eftersom avtal om värdepapperslån och återköp inte är tillsvidare särskilt gynnade i beskattningshänseende, med undantag av 47 b § lagen om stämpelskatt, förefaller det som om marknaden för värdepapperslån utvecklas alltför långsamt. Låneemarknaden har delvis t.o.m. övertagits av utländska marknadsplatser.

Den internationella konkurrensens inverkan

Värdepappersmarknadens internationalisering ställer i förening med den internationella konkurrensen allt större krav på den finländska värdepappershanteringen. T.ex. det redan år 1979 givna s.k. noteringsdirektivet (79/279/EEG) avser att underlätta börsnotering i medlemsstaterna av värdepapper som har emitterats i andra medlemsstater. Direktivet har hos oss satts nationellt i kraft genom en ändring av värdepappersmarknadslagen (740/93). Liberaliseringen av kapitalrörelserna och den inre marknaden leder till hårdnande konkurrens mellan marknadsplatserna i olika länder. I Europa bygger man upp starka finanscentra som kommer att dominera de omgivande ekonomierna. Små och avlägsna värdepappersmarknader som den finländska löper risk att inte hänga med i utvecklingen. Om värdepappershandeln i vårt land inte ordnas tillräckligt kostnadseffektivt kan det hända att någon utländsk marknadsplats övertar handeln med finländska värdepapper. Motsvarande synpunkter kan naturligtvis anföras när det gäller den internationella konkurrensen på clearingmarknaden. Om den handelsclearing som bedrivs i Finland inte uppfyller kraven på stabilitet och kostnadseffektivitet, ligger det nära till hands att en betydande del av de till handeln anslutna funktionerna flyttar utom-

lands.

Reducering och förtydligande av den offentliga maktens ansvar

Den allvarliga kris som drabbade banksystemet i början av 1990-talet var framförallt en följd av bankernas och bankkundernas överstora risktagning och oförmåga att hantera riskerna i en förändrad verksamhetsmiljö. Dessa omständigheter i förening med en bristfällig finans- och penningpolitik, djup samhällsekonomisk recession samt otillräcklig tillsyn över bankerna ledde till stora förluster för banksystemet. Förlusterna hotade undergräva bankernas egna kapital till den grad att det fanns risk för att den utländska finansieringen skulle strypas. Internationella låneavtal är i regel förenade med klausuler som innebär att kreditgivarna kan säga upp sina krediter om nyckeltalen för en gäldenär faller under avtalade gränser. Ett sådant nyckeltal är soliditeten, dvs. relationen mellan bankens egna tillgångar och vägda risker. Internationella investerare betraktar nationella marknader, t.o.m. marknader av den storleksordning som de nordiska ländernas sammanlagda marknad representerar, som en enda helhet. Investerarna reagerar snabbt på störningar som förekommer i en sådan helhet. Om bankernas internationella finansiering upphör leder detta till depositionsflykt i hemlandet. Hela Finlands banksystem skulle därmed vara hotat, också om endast ett kreditinstituts lån skulle sägas upp. Ett sådant alternativ vore ohållbart från samhällsekonomisk synpunkt. Därför har staten sedan år 1992 varit tvungen att stödja banksystemet med flera tiotal miljarder mark.

Det är förenligt med statsmaktens intressen att finansieringsmarknadens verksamhetsförsättningar tillgodoses så långt som möjligt. Finansieringsmarknadens struktur måste utvecklas så att en situation av det slag som bankkrisen gav upphov till inte längre kan uppkomma inom något delområde av marknaden. Detta gäller även clearingverksamheten, eftersom störningar inom den kan orsaka allvarliga problem på värdepappersmarknaden. Händelseförloppet i anslutning till börskraschen i New York i oktober 1987 visar att störningar i ett enda clearingföretags verksamhet kan leda till en kris som hotar hela finansieringsmarknaden. Följden blir att statsmakten blir tvungen att överta ansvaret för clearingsystemet. För

undvikande av sådana situationer måste riskkontrollen inom systemet vara tillförlitligt ordnad. Förhandsarrangemang som tryggar en clearingorganisations betalningsförmåga är å andra ägnade att öka verksamhetens kredibilitet. Åtgärder som förstärker kredibiliteten är angelägna särskilt när ett företags verksamhet går ut på att ställa leverans- eller betalningsgarantier. Utöver de förbindelser som parterna ger kan det inom vissa clearingssystem förutsättas att den offentliga makten ställer upp som slutligt garant (eng. *lender of last resort*). I och med att förbindelsen ges på förhand, kan ansvarsfördelningen i en störningssituation fastställas tillräckligt noggrant. Om sådana åtgärder inte vidtas på förhand kan situationen bli okontrollerbar och leda till att det måste göras oförutsett stora uppoffringar.

Värdet av den handel som bedrivs på penningmarknaden är mångdubbelt större än handeln på aktiemarknaden, även om antalet transaktioner som skall clearas är mindre. Av denna anledning är det från samhällsekonomisk synpunkt av största vikt att clearingverksamheten tryggas, särskilt på partimarknaden för främmande kapital.

Den offentliga makten har indirekt och direkt varit tvungen att trygga det clearingsystems funktion som avser värdeandelar i främmande kapital. Riksdagen förutsatte i ett uttalande i februari 1993 att staten garanterar att de finländska bankerna i tid och under alla förhållanden kan sköta sina åtaganden. Riksdagen förband sig att i detta syfte vid behov ställa tillräckliga anslag och fullmakter till regeringens förfogande. Uttalandet ingick i det svar som riksdagen gav med anledning av regeringens proposition med förslag till lagar om ändring av lagen om statens säkerhetsfond och 55 § lagen om depositionsbankernas verksamhet (RP 379/1992 rd.). Genom att garantera banksystemets funktion har statsmakten således i praktiken förbundit sig att svara också för merparten av clearingverksamheten på interbankmarknaden. Regeringen har emellertid för avsikt att avveckla bankstödsystemet så snart som förhållandena det tillåter.

I syfte att trygga Finlands Värdepapperscentral Ab:s betalningsförmåga har bolaget möjlighet att vid behov få likviditetskredit av Finlands Bank. Finlands Bank och statskontoret för dessutom värdeandelsregister inom bolagets datatekniska miljö.

3. Propositionens mål och de viktigaste förslagen

3.1. Målen

I och med att clearingverksamheten på värdepappersmarknaden görs så effektiv, trygg och tillförlitlig som möjligt, kommer den i praktiken att differentieras från de övriga marknadsfunktionerna. Det ligger både i inhemskt och utländskt intresse att clearingverksamheten regleras på lagnivå.

Den föreslagna regleringen är för det första avsedd att effektivisera och förbättra värdepappersmarknadens funktion. Målet måste anses vara att trygga och förbättra värdepappersmarknadens verksamhetsförutsättningar i en verksamhetsmiljö som fortgående förändras och internationaliseras. Målen kan förverkligas genom att främja marknadsparternas förutsättningar att på bästa möjliga sätt ordna clearingverksamhet på marknaden, i synnerhet när det gäller värdeandelssystemet. Det är meningen att också förbättra möjligheterna att ordna värdepapperslån.

De ökande internationella kontakterna förutsätter att det skapas ett handelsclearingsystem som är mera centraliserat och klarare till sin uppbyggnad än de nuvarande. För den finländska finansieringsmarknadens utveckling blir det t.ex. med tanke på statens upplåningsbehov allt viktigare vilken uppfattning internationella investerare har om den. Kapitalrörelserna har liberaliserats och utländskt ägande begränsas inte längre. För att små nationella värdepappersmarknader skall klarar sig i den rådande situationen måste de tillhandahålla betingelser att göra och avveckla transaktioner snabbt, tillförlitligt och effektivt. Utländska investerare fäster avseende framförallt vid hur de nationella clearingsystemen tillämpar gemensamt antagna rekommendationer. Utländska investerare förutsätter att de förvaringsföretag och värdepappersförmedlare som de anlitar utför uppdragen med iakttagande av internationella rekommendationer, t.ex. enligt principen leverans mot likvid. I mån av möjlighet beaktas rekommendationerna således i den lagstiftning som föreslås i detta sammanhang. Investerarna är naturligtvis också intresserade av vilka risker clearingsystemet anses vara förenade med. Clearingen av värdepappersöverlåtelser måste förenklas, utan att det fördenskull görs avkall på säkerheten. Avsikten med den lagstiftning som föreslås

om clearing av värdepapperstransaktioner är att skapa en tillräckligt stark legislativ grund för clearingverksamhet som uppfyller internationella krav.

Regleringen av värdepappersmarknaden skall på ett ändamålsenligt sätt vara anpassad till den nationella och internationella utvecklingen. Alltför strikta avgränsningar har en benägenhet att hindra lanseringen av nya investeringsobjekt och handelsformer. Stadganden med ett synnerligen snävt tillämpningsområde kan dessutom innebära att centrala delar av marknaden blir helt utan tillsyn. Begränsningar av detta slag kan således urvattna lagens innehåll. Lagstiftningen om clearingverksamhet skall således lämna rum för nya former av värdepappershandel och för introduktion av nya produkter på marknaden. Å andra sidan måste lagens stadganden vara tillräckligt skarpt avgränsade, eftersom parternas förpliktelser bestäms i enlighet med dem. Avgränsningarna av tillämpningsområdet bestämmer i sista hand också straffansvaret. För att dessa krav skall kunna uppfyllas, ges lagnormerna om clearingverksamheten en allmän utformning. Det är meningen att de skall kunna kompletteras och preciseras genom myndighetsbestämmelser och självregleringsnormer.

Regleringen av värdepappersmarknaden förutsätts vara flexiblere utformad än ekonomisk lagstiftning i allmänhet. Lagarna om finansieringsmarknaden har vanligen stiftats närmast som ramnormer, vilka kompletteras av hierarkiskt sett lägre myndighetsnormer och självreglering. Flexibilitetskravet har därför också inneburit att myndigheterna genom lagstiftningen har beviljats avsevärda fullmakter. Myndigheterna konstaterar praxis som vuxit fram på marknaden, övervakar marknadsparterna och kan också ingripa i verksamhet som strider mot allmän fördel. När myndigheterna utövar dessa befogenheter måste de naturligtvis rätta sig efter allmänna förvaltningsrättsliga principer och förverkliga lagstiftarens intentioner. I praktiken har dessa omfattande befogenheter emellertid utnyttjats ytterst sällan. Fullmaktstadgandenas betydelse grundar sig närmast på deras preventiva effekt. De viktigaste stadgandena när det gäller värdepappersmarknaden är numera de normer om myndigheternas fastställelse av självregleringen, som ingår t.ex. i värdepappersmarknadslagen och optionshandelslagen. Självregleringsnormerna har sitt ursprung på

marknaden men de måste i allmänhet fastställas av vederbörande myndighet. På detta sätt kan den offentliga maktens och marknadens behov på ett balanserat sätt beaktas vid regleringen. Detta förfarande kan godtas också vid regleringen av clearingverksamheten.

Det andra grundläggande syftet med regleringen är att minska marknadsriskerna. De nationella värdepappersmarknaderna måste ständigt åtnjuta aktörernas och allmänhetens förtroende. Clearingverksamheten är förenad med avsevärda risker som kan äventyra hela finansieringssystemets funktion. Med tanke på värdepappersmarknadens uppbyggnad och tillförlitlighet är det inte egalt vilka ramar som uppställs för clearingverksamheten. Regleringen borde dessutom inriktas på att skydda handelsparterna, clearingparterna, värdepappersmarknaden och därmed hela finansieringssystemet mot oskäligen risker. Syftet med regleringen är att minska risken för att clearingssystemet orsakar förluster som staten blir tvungen att ersätta på motsvarande sätt som i fråga om bankstödssystemet.

Avsikten med den föreslagna regleringen på lagnivå är att främja riskhanteringen i anslutning till clearingverksamheten. Riskerna hänförs sig främst till marknadsaktörerna. Dessa intar därför en nyckelposition när det gäller tryggheten av stabiliteten och säkerheten på marknaden. Det är inget självändamål att låta regleringen på lagnivå åsidosätta de självregleringsnormer och förfaranden som marknadsparterna tillämpar i fråga om riskhanteringen. Den offentliga makten kan emellertid genom lagstiftning och myndighetsåtgärder påverka utformningen av parternas praxis. De föreslagna stadgandena skall därför fungera som incitament för marknadens egna arrangemang. Å andra sidan måste det träffas ett ändamålsenligt avgörande mellan de delvis motsatta intressen som sammanhänger med riskhanteringen och konkurrensneutraliteten. Även om det ställs höga tillförlitlighetskrav på de parter som deltar i clearingverksamheten, får lagstiftningen inte främja konkurrensbegränsande åtgärder eller en koncentrerad clearingverksamhet t.ex. så att endast vissa kreditinstitut får delta i egenskap av clearingparter. Regleringen av clearingverksamheten kan hänföras till värdepappersmarknaden. Genom utveckling av strukturen är det möjligt att förbättra marknadens funktion och

öka investeringsverksamhetens förutsättningar. Det ligger i allmänt intresse att minska finansieringsförsörjningens bankcentrering. Genom att principerna för clearingen reds ut och förutsättningarna för clearingverksamheten förbättras kommer vi närmare detta mål.

Ett affärsdrivande företag har delvis andra målsättningar än en organisation som bedriver clearingverksamhet. Båda har som mål att utveckla en fungerande och kostnadseffektiv marknad. Medan en marknadsplats strävar efter att utveckla handeln och dess flexibilitet, måste clearingorganisationerna närmast anses sträva efter säkerhet och noggrannhet. Med tanke på clearingverksamhetens effektivitet måste det förutsättas att dessa organisationer i stor utsträckning samarbetar sinsemellan. Vid regleringen är det emellertid skäl att beakta den grundläggande skillnaden i de nämnda företagens och organisationernas syften.

3.2. De viktigaste förslagen

Vid regleringen av värdepappersmarknaden har hittills föga uppmärksamhet ägnats clearingverksamheten. I lagen föreslås grundläggande stadganden om verksamhetens rättsliga förutsättningar. Eftersom värdepappersmarknadslagen reglerar värdepappersmarknaden i allmänhet, är det naturligt att ta in stadganden om clearingverksamheten i ett särskilt kapitel i denna lag. De föreslagna normerna innehåller huvudsakligen näringsrättsliga stadganden.

Den föreslagna lagstiftningen lämpar sig för clearing av handel med sådana värdepapper som räknas upp i 1 kap. 2 § värdepappersmarknadslagen. Stadgandet gäller handel med värdepapper i både eget och i främmande kapital. Till tillämpningsområdet hänförs transaktioner med såväl värdepapper som värdeandelar. Clearingverksamheten skall enligt förslaget regleras genom allmänna ramnormer som kan tillämpas på minut- och partimarknaden för aktier och skuldebrev.

Staten är den största emittenten på skuldebrevsmarknaden. Det är således förenligt med allmänt intresse att marknaden fungerar tillförlitligt. Den föreslagna regleringen skall utsträckas också till den clearing som sker på skuldebrevsmarknaden, även om värdepappersmarknadslagen ursprungligen i första hand gällde marknaden för förbindel-

ser i främmande kapital. Eftersom clearingverksamheten i allmänhet kan vara förenad med riskfaktorer, är det inte skäl att avgränsa lagstiftningen till ett visst delområde av värdepappersmarknaden.

Enligt förslaget skall clearingverksamheten i lagstiftningen ges en motsvarande ställning som fondbörsverksamheten och optionsföretagsverksamheten. På lagnivån bekräftas det på marknaden i praktiken uppkomna arrangemanget som innebär att från de egentliga marknadsparterna fristående organisationer tar hand om clearingen. En sådan organisation skall sköta de till clearingen hörande funktionerna för de marknadsparters räkning, som har beviljats rätt att överlämna sina avslut till organisationen för clearing. I lagstiftningen definieras begreppen clearingverksamhet, clearingorganisation och clearingmedlem.

Clearingverksamhet definieras i lagen som ett förfarande där de av värdepappershandel eller annan överlåtelse följande förpliktelserna avvecklas för parternas räkning. Clearing innebär också att parterna får hjälp med att uppfylla sina förpliktelser. Med avseende på definitionens tillämplighet avskiljs verksamhet som innebär att enbart göra upp kalkyler inte från sådan verksamhet som innebär att ett clearingföretag övertar ansvaret för att en transaktion avvecklas. En clearingorganisation är enligt definitionen ett företag som bedriver clearingverksamhet yrkesmässigt och under reglerade former. För att den offentliga tillsynen skall kunna säkerställas och investerarna skyddas stadgas att en clearingorganisation skall ha koncession för sin verksamhet. Olovlig clearingverksamhet föreslås bli kriminaliserad. Clearingmedlemmar är enligt definitionen företag som uppfyller lagens krav och som uttryckligen ha godkänts av en clearingorganisation. Allmän koncessionsmyndighet är vederbörande ministeriet, liksom enligt den övriga lagstiftningen om finansieringsmarknaden. Ministeriet skall också pröva och fastställa de självregleringsnormer som iakttas inom clearingverksamheten. Före avgörandet av ansökan om koncession eller fastställande av självregleringsnormer skall ministeriet emellertid inhämta finansinspektionens utlåtande. Om en ansökan gäller clearing av värdeandelstransaktioner skall också värdepapperscentralens utlåtande inhämtas. Eftersom clearingverksamheten kan ha en avgörande inverkan på finansieringsmarknadens stabilitet

och betalningssystemen, är det meningen att fast anknyta Finlands Bank till beslutsfattandet om clearingverksamheten.

För att inte tillämpningsområdet för dessa stadganden och därmed koncessionskravet och straffhotet skall bli oskäligt omfattande, får definitionen av begreppet clearingverksamhet inte vara alltför öppen. Verksamheten får en central betydelse för den offentliga handeln med värdepapper. Å andra sidan får clearingen en accentuerad betydelse inom värdeandelssystemet, där en förutsättning för korrekta registreringar är ovillkorligen exakta utredningar. Lagen skall således för det första reglera alla typer av värdepapperstransaktioner som sker inom offentlig handel, oberoende av om avslutet har gjorts med fysiska värdepappersdokument eller med värdeandelar. För det andra är lagen avsedd att gälla clearing av alla typer av värdeandelar och värdepapper som är föremål för offentlig handel, också i sådana fall då avsluten inte har gjorts vid offentlig handel. Clearingverksamheten inkluderar således clearing av penningmarknads- och masskuldebrevstransaktioner. Till clearingverksamheten kan å andra sidan hänföras t.ex. clearing av bytesshandel med värdepapper. Tillstånd för sådan verksamhet förutsätts enligt förslaget endast om den bedrivs regelbundet och yrkesmässigt.

I lagen föreslås också stadganden om de krav som ställs på parterna i clearingen, dvs. clearingmedlemmarna samt om organisering av själva verksamheten. För att clearingverksamheten skall kunna övervakas effektivt och centraliserat föreslås det att de som deltar i clearingverksamheten, dvs. clearingorganisationen och clearingmedlemmarna, skall stå under myndighetstillsyn.

För att de risker som är förenade med en clearingorganisation skall kunna kontrolleras, måste vissa tillförlitlighetskrav ställas på den. Bland dessa kan nämnas

- koncessionskravet,
- kravet på aktiebolagsform,
- kapitalkravet,
- de krav som ställs på clearingförfarandet, clearingorganisationens förvaltning och riskhanteringssystemen,
- avgränsning av tillåtna verksamhets- och investeringsformer,
- kravet på uppgörande av clearingregler och på myndighetsfastställelse av reglerna samt
- kravet på en tillräckligt effektiv säker-

hetsförvaltning och tryggande av företagets verksamhet i övrigt.

I clearingorganisationens regler skall i detalj anges hur dess verksamhet utformas i praktiken. Myndigheterna skall innan de fastställer reglerna noggrant pröva huruvida de motsvarar den planerade clearingverksamheten. Med tanke på verksamhetens betydelse föreslås också fullmaktsstadganden med stöd av vilka myndigheterna kontinuerligt kan säkerställa att clearingreglerna är förenliga med allmän fördel.

Med tanke på marknadens effektivitet och tryggheten av värdepappersleveranserna föreslås också stadganden om värdepappersslån. För värdepappersförmedlare och clearingorganisationer tillåts uttryckligen tillhandahållande av tjänster i anslutning till låne- och återköpsavtal som gäller värdepapper. Å andra sidan är det meningen att marknaden för denna typ av avtal skall utvecklas och underställas tillsyn. Avtalsalternativen skall enligt förslaget därför godkännas av finansinspektionen, i det fall att avtalen clearas vid clearingorganisationernas verksamhet.

Som clearingmedlemmar kan enligt lagförslaget godkännas endast företag som har ett tillräckligt stort aktiekapital och som förbinder sig att iaktta en clearingorganisations regler. Närmare krav ställs i vederbörande ministeriets beslut och inom ramen för clearingorganisationens självreglering. Av EU-lagstiftningen följer vissa förpliktelser som måste beaktas också när det gäller regleringen av clearingverksamheten på värdepappersmarknaden. Det föreslås därför att finländska värdepappersförmedlare som fyller de stadgade förutsättningarna och sådana utländska värdepappersförmedlare från Europeiska ekonomiska samarbetsområdet som har etablerat sig i Finland skall auktoriseras som clearingmedlemmar. Enligt förslaget skall också finska staten och Finlands Bank samt en fondbörs och ett optionsföretag godkännas som clearingmedlemmar. En clearingorganisation kan bevilja andra sökande clearingmedlemskap. Beslut om beviljande av medlemskap skall enligt förslaget alltid fattas av clearingorganisationen, men denna har i flera fall begränsad prövningsrätt. Myndigheterna skall övervaka att clearingorganisationerna inte grundlöst begränsar tillträdet till sitt system.

Syftet med lagstiftningen är att minimera möjligheterna till missbruk av det genom clearingorganisationerna skötta avvecklings-

systemet (*moral hazard*-problemet). En clearingorganisation skall genom förhandsarrangemang trygga sin likviditet i störningssituationer. I organisationens regler skall dessutom anges enligt vilka principer sådana förluster skall täckas som eventuellt uppkommer i verksamheten. Organisationen kan förutsätta att clearingmedlemmarna förbinder sig att ansvara för clearingsystemets funktion. Kontinuiteten i clearingorganisationens verksamhet skall i första hand tryggas genom tillräckliga säkerhetskrav, genom effektiv tillsyn över clearingmedlemmarna samt genom avtal mellan parterna. Clearingorganisationernas verksamhet tryggas ofta också genom möjligheten att få likviditetsstöd av centralbanken. Det är skäl att hålla kvar de nuvarande likviditetsarrangemangen. Om centralbanken förbinder sig att garantera avvecklingssystemet (*lender of last resort*) kan den om den så önskar ställa sina egna krav på systemet och clearingorganisationen.

För att clearingmedlemmarnas verksamhet skall kunna ordnas på ett tillförlitligt sätt måste clearingsystemet i varje situation leda till ett för parterna korrekt och slutligt resultat. I lagen skrivs därför uttryckligen in förutsättningen att principen leverans mot likvid skall genomföras i förhållandet mellan clearingorganisationen och clearingmedlemmarna.

Från deras synpunkt som deltar i värdepappershandeln är det av största vikt att parterna kan förlita sig på att transaktionerna genomföras och blir slutgiltiga. I fråga om sannolikheten för att avsluten blir bindande är det av en central betydelse i vilken mån clearingsystemet minskar clearingmedlemmarnas motpartsrisiker. Risken för att motpartsrisiken faller ut måste vid clearingen kunna konstateras så snart som möjligt efter att avslutet eller en annan överlåtelse har lämnats till clearing. Av denna anledning föreslås att det i lagen tas in stadganden enligt vilka de i clearingens deltagande parterna åläggs att i tid säkerställa förutsättningarna för leveransen.

Clearingorganisationen skall överhuvudtaget avkräva de i clearingverksamheten deltagande parterna säkerheter alltid då organisationen övertar ansvaret för genomförandet av de avslut som skall clearas. Ett effektivt kapitalutnyttjande förutsätter att de värdepapper som clearas kan användas som säkerheter. Den lagstadgade panträtten underlättar ställandet av säkerheter.

I syfte att främja clearingverksamheten och eventuella nettningsförfaranden ändras också stadgandet om kommissionskonton i 16 § lagen om värdeandelskonton. Användningen av kommissionskonton föreslås bli utvidgad på så sätt att kontot kan användas som ett verkligt clearingkonto.

Den föreslagna lösningen är i princip förenlig både med den situationen att clearingverksamheten är centraliserad till en enda clearingorganisation och med den situationen att verksamheten är fördelad mellan flera företag. Clearingverksamhet bedrivs för närvarande av Finlands Värdepapperscentral Ab som blir efter lagens ikraftträdande tvungen att ansöka om koncession.

Clearing av derivatinstrument regleras för närvarande i optionshandelslagen. De eventuella ändringsbehoven i fråga om lagen har i propositionen beaktats endast till den del som de direkt gäller clearing av värdepapper. De föreslagna stadgandena lämpar sig annars inte för clearing av derivatinstrument.

4. Propositionens ekonomiska verkningar

Totalekonomiska verkningar

Propositionen har inga direkta verkningar på den offentliga ekonomin. Stadgandena om värdepapperslån kommer emellertid indirekt att underlätta också verksamheten på marknaden för masskuldebrev. Förslaget kommer således att främja statens strävanden att överföra upplåningens tyngdpunkt från masskuldebrev i valuta till skuldebrev i mark. Den föreslagna regleringen gäller också till värdeandelssystemet hänförliga masskuldebrev. Stadgandena är vidare tillämpliga på den clearingverksamhet som bedrivs på penningmarknaden. På denna marknad emitteras kortfristiga statliga skuldförbindelser. En faktor som underlättar verksamheten på skuldebrevsmarknaden är möjligheten att ingå och centralisera avveckla låneavtal och återköpsavtal rörande värdepapper. En effektivt fungerande marknaden är för sin del ägnad att minska kostnaderna för statens upplåning och låneförvaltning.

Propositionen berör en central del av värdepappersmarknadens struktur. Genom effektivisering av värdepappersmarknadens verksamhet och utveckling av marknadsstrukturen skapas möjligheter att utveckla den förmedling av finansiering som

sköts oberoende av bankerna. I och med de alternativa finansieringskanaler som skapas minskar bankernas betydelse t.ex. vid företagsfinansieringen. Ett diversifierat finansieringssystem minskar således risken för att en banks svårigheter leder till en kris för hela finansieringssystemet. Den omständigheten att clearingverksamheten blir effektivare och utvecklas gynnar för sin del också mångsidigheten i finansieringssystemet.

Verkningarna på företagsverksamheten

De föreslagna stadgandena förutsätter inte att clearingverksamheten centraliseras till en enda clearingorganisation. Propositionen är dock också anpassad till en situation av det rådande slaget, där värdepapperscentralen sköter clearingen av olika aktiemarknader. Det är från den offentliga maktens synpunkt önskvärt att merparten av clearingverksamheten är fortfarande förläggad till en nationell clearingcentral för värdepapper. Alternativet att inrätta en nationell clearingcentral anbefalls i flera internationella rekommendationer. Genom att verksamheten centraliseras blir det lättare att bygga upp ett tillförlitligt och simultant system för clearing och avveckling. Samtidigt kommer centraliseringsfördelarna att möjliggöra kostnadsbesparing. Insamlingen av information om värdepapperen kommer dessutom att förbättra de funktionella förutsättningarna för att effektivisera sådana centrala clearingfunktioner som säkerhetsförvaltningen och utbetalningarna av avkastningar.

5. Ärendets beredning

Finansministeriet tillsatte 25.10.1990 en arbetsgrupp som gavs i uppdrag att bereda ett förslag till ett lagstadgat clearingsystem för värdepappershandeln. Arbetsgruppen offentliggjorde en promemoria 31.5.1991. I den föreslogs att det skulle stiftas en särskild, generell ramlag om clearing av värdeandelar, värdepapper och andra finansiella marknadsinstrument. Enligt den lag som arbetsgruppen föreslog skulle bedrivande av clearingverksamhet ha förutsatt tillstånd. Som clearingorganisationer skulle enligt lagen ha kunnat fungera både aktiebolag och andelslag. Detaljerade normer om verksamheten hade enligt förslaget tagits in i clearingföretagets reglemente, som skulle underställas finansministeriet för fastställelse. På

grund av värdeandelsystemets decentralisering föreslog arbetsgruppen att värdeandelsavslut som gjorts inom den offentliga handeln utan undantag skulle hänskjutas till clearingorganisationen för avveckling. I fråga om clearing av andra transaktioner skulle lagen ha tillämpas endast i det fall att clearingorganisationen övertar ansvaret för dem. Lagen skulle ha förutsatt att clearingorganisationen ställer säkerhet för sina ansvarsförbindelser. Promemorian innehöll också ett förslag till lagstadgad panträtt. Clearingorganisationen skulle förutsättas ha ett aktie- respektive andelskapital om 10 miljoner mark. Dessutom föreslogs begränsning av de verksamhetsformer som var tillåtna för clearingorganisationen. För underlättande av clearingverksamheten föreslogs att kommissionsskonton skulle användas i större utsträckning.

Finansministeriet bad 17.7.1991 sammanlagt 31 myndigheter, sammanslutningar och organisationer ge utlåtande om clearinglagarbetsgruppens promemoria. I utlåtandena ansågs det i allmänhet vara motiverat att reglera clearingverksamheten genom en ramlag. Dessutom betonades det i flera utlåtanden att lagstiftningen brådskade. På det hela taget ansågs det emellertid att någon särskild lag inte skulle stiftas om clearingverksamheten. I stället kunde de viktigaste regleringarna tas in i värdepappersmarknadslagen. Kritik riktades mot förslagets oklara begrepp och definitioner. I flera utlåtanden kritiserades även den obligatoriska clearingen av värdeandelstransaktioner. Den lagstadgade panträtten kritiserades av framförallt juristorganisationerna.

Beredningen av clearinglagsarbetsgruppens förslag fortsattes som tjänstearbete vid finansministeriet. Den fortsatta beredningen påskyndades parallellt med projektet att inrätta en nationell värdepapperscentral. Som mål för beredningen uppställdes att främja värdepappersmarknadens strukturella utveckling. Det beslöts att regleringen skulle inriktas på den clearingverksamhet som bedrivs på värdepappersmarknaden samt på sådana värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen. Planerna på att stifta en särskild clearinglag frångicks och det beslöts att stadgandena i stället skulle hänföras till ett särskilt kapitel i värdepappersmarknadslagen.

Beredningen började med en utredning av de sammanslutningars verksamhet som för

närvarande bedriver clearing av värdepappershandel. Finansministeriet stod i detta skede i kontakt med Helsingfors Fondbörs Andelslag och Helsingfors Penningmarknadscentral Ab. I slutet av maj 1994 sändes till sammanlagt 35 myndigheter, intresseorganisationer, clearingorganisationer och värdepappersföretag en preliminär uppställning av den lag som var under beredning, en förteckning över lagförslagens paragrafrubriker samt textutkast till de centrala, beskrivande avsnitten i propositionens allmänna motivering. Två möten för diskussioner och framförande av synpunkter ordnades för dessa myndigheter och intressegrupper, i juni 1994. Parterna på värdepappersmarknaden fick således ta ställning till propositionens motiveringar och huvudpunkter redan innan den färdigställdes. Detta skedde för att säkerställa att den skulle tillgodose parternas behov så väl som möjligt. Vid mötena framgick det, liksom även av de i samband med dem inlämnade skriftliga utlåtandena, att det fanns understöd för beredningen av ett lagförslag om clearingverksamheten. Vissa av de sammanslutningar som deltog i mötena ansåg emellertid att beredningen av propositionen borde anknytas till projektet med att inrätta en nationell värdepapperscentral. Under mötena påtalades dessutom vissa problem som förekommit i samband med clearingverksamheten samt framfördes synpunkter rörande behövliga stadganden. Framförallt betonades vikten av att det stiftades stadganden om netting och värdepapperslån samt om lagstadgad panträtt.

Efter mötena fortsattes beredningen med uppgörande av lagförslag och detaljmotivering till dessa samt med justering av propositionens allmänna motivering. Beredningen utgick ifrån gällande värdepappersmarknads- och optionshandelslag. Vid finansministeriet uppgjordes ett utkast till en regeringsproposition om ändring av värdepappersmarknads- och optionshandelslag samt till annan lagstiftning om clearingverksamhet. Utkastet sändes i oktober 1994 på remiss till följande 30 myndigheter, organisationer och sammanslutningar: justitieministeriet, handels- och industriministeriet, social- och hälsovårdsministeriets försäkringsavdelning, finansministeriets skatteavdelning, budgetavdelning och finansieringsenhet, Finlands Bank, finansinspektionen, centralkriminalpolisen, konkurrensverket, konsumentombudsmannen, konsumentverket, statskontoret, skattestyrelsen, vär-

deandelsföreningen, bokföringsnämnden, Fondkommissionärsföreningen rf, Centralhandelskammaren, Aktiespararnas Centralförbund rf, Pankkiiriliikkeiden Yhdistys ry, Finlands Advokatförbund, Finlands Juristförbund rf, Bankföreningen i Finland rf, Finlands Fondförening Ab, Finska Försäkringsbolagens Centralförbund rf, Industrins och Arbetsgivarnas Centralförbund rf, Helsingfors Fondbörs Andelslag, Helsingfors Penningmarknadscentral Ab, Finlands Aktiecentralregister Andelslag, Finlands Optionsmäklare Ab samt Finlands Optionsbörs Ab. Utlåtanden har inte erhållits från handels- och industriministeriet, social- och hälsovårdsministeriets försäkringsavdelning, finansministeriets budgetavdelning, konsumentombudsmannen, Aktiespararnas Centralförbund rf, Pankkiiriliikkeiden Yhdistys ry, Finlands Fondförening rf och Finlands Optionsbörs Ab. Finansministeriet har gjort ett sammandrag av de inkomna utlåtandena.

Den föreslagna lagstiftningen ansågs i utlåtandena överhuvudtaget vara behövlig och det ansågs motiverat att ta in stadgandena i värdepappersmarknadslagen. I flera utlåtanden förordades den föreslagna regleringsformen som baserar sig på ramnormer. Justitieministeriet, Finlands Bank och Finlands Juristförbund rf reserverade sig emellertid mot den självregleringsstatus som clearingorganisationen föreslogs få. Flera representanter för näringslivet uppmärksammade dessutom propositionens kostnadsverkningar. Det framhölls att lagstiftningen inte får äventyra de nuvarande clearingssystemens funktion och en fortsatt störningsfri clearingverksamhet. Av de föreslagna stadgandena förordades framförallt de som gällde värdepapperslån, utjämning av förpliktelser, lagstadgad panträtt samt kommissionskonton. Förslaget till utjämning av förpliktelser kritiserades framförallt av justitieministeriet och Finlands Juristförbund rf. Juristförbundet motsatte sig också förslaget till lagstadgad panträtt. I flera utlåtanden betonades dessutom de beskattningsproblem som värdepapperslån aktualiserar. Vidare föreslogs att lagstiftning om kommissionshandel skulle börja beredas. De sammanslutningar som var verksamma på marknaden för värdepapper i eget kapital motsatte sig framförallt kravet på aktiebolagsform för clearingorganisationen samt de krav på aktiekapitalet som enligt lagförslaget skall ställas på clearingorganisationen och clearingmedlemmarna. Vidare kritiserades i

vissa utlåtanden propositionsutkastets förslag till obligatoriskt förlustutjämningsavtal mellan clearingparterna.

Finansministeriet fortsatte beredningen av förslaget, utgående från utlåtandena. Beredningen sammanjämkades med de eventuella lagstiftningsåtgärder som år vidtagits 1996 för att inrätta en värdepapperscentral.

6. Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll

6.1. Samband med internationella fördrag och förpliktelser

Europeiska gemenskapernas råd antog 10.5.1993 direktiv 93/22/EEG om investeringstjänster inom värdepappersområdet, vilket skall träda i kraft i medlemsländerna senast den 31 december 1995. Investeringsstjänstdirektivet ansluter sig till gemenskapens inre marknad och avsikten med det är att förverkliga friheten att tillhandahålla finansiella tjänster. Medlemsstaterna är skyldiga att ändra sin lagstiftning så att europeiska företag som tillhandahåller investeringstjänster kan bedriva sin verksamhet i alla unionens medlemsstater. Principen är den att ett verksamhetstillstånd som fåtts i någon av medlemsstaterna ger företaget rätt att bedriva verksamhet i andra medlemsstater. Å andra sidan syftar direktivet också till att förenhetliga systemen för tillsyn över de företag som tillhandahåller investeringstjänster. Enligt direktivet är det alltid de behöriga myndigheterna i den stat som beviljat verksamhetstillståndet, dvs. hemlandets myndigheter, som ansvarar för tillsynen. Till liberaliseringen av investeringstjänsterna ansluter sig också rådets 1.3.1993 antagna direktiv om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut. I detta s.k. marknadsriskdirektiv uppställs enhetliga krav på kapitalbasen och risktäckningen i företag som tillhandahåller investeringstjänster. Direktiven har satts i kraft huvudsakligen genom lagen om

värdepappersföretag (579/1996)

Principen om ett för hela gemenskapen gällande verksamhetstillstånd och principen om hemlandstillsyn omfattar enligt gällande rätt redan kreditinstituten. Dessa principer ingår i de två bankdirektiven 77/780/EEG och 89/646/EEG samt i fondföretagsdirektivet 85/611/EEG, som har blivit förpliktande för Finland genom avtalet om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet. De ändringar som bankdirektiven förutsätter har satts i kraft genom kreditinstitutslagen (1607/1993) och lagen om utländska kreditinstituts och finansiella instituts verksamhet i Finland (1608/1993).

Investeringsstjänstdirektivets artikel 15 gäller värdepappersföretags och kreditinstituts tillträde till en reglerad marknad i en medlemsstat. Om ett företag eller kreditinstitut i sin hemstat har fått tillstånd att idka handel för egen och andras räkning, måste den antingen bli antagen som medlem eller annars få tillträde till de reglerade marknaderna i samtliga medlemsländer. En förutsättning för marknadstillträde är att företaget eller kreditinstitutet uppfyller marknadsriskdirektivets krav. Om en reglerad marknad inte ställer något krav på fysisk närvaro kan värdepappersföretagen enligt artikeln tillhandahålla sina tjänster också i andra stater. Samman slutningar som upprätthåller elektroniska handelssystem, t.ex. fondbörser, får således leverera arbetsstationer till alla värdepappersföretag och kreditinstitut på sitt hemlands territorium.

Världlandet skall se till att värdepappersföretag och kreditinstitut från andra medlemsländer kan bli medlemmar i eller annars få tillträde till systemen för clearing och avveckling. Detta kan ske antingen direkt eller indirekt. Värdepappersföretag och kreditinstitut från andra medlemsländer får således inte diskrimineras heller i fråga om clearingsystemen. Värdepappersföretagen och kreditinstituten förutsätts iakttä de inom systemen gällande reglerna. Dessa kan gälla förpliktelser som syftar till att garantera säkerheten, men de får inte grundlöst diskriminera värdepappersföretag eller kreditinstitut från andra medlemsländer.

DETALJMOTIVERING

1. Motivering till lagförslagen

1.1. Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen

1 kap. Allmänna stadganden

1 §. *Tillämpningsområde.* Värdepappersmarknadslagen föreslås bli kompletterad med stadganden om clearing av värdepappersavslut och andra överlåtelse. Lagen tillämpas för närvarande på emission av värdepapper till allmänheten, på omsättning av emitterade värdepapper samt på offentlig handel med värdepapper. Clearingverksamheten utgör i förslaget ett från värdepappersmarknadens struktur fristående element som från den föreslagna lagens synpunkt inte inkluderas i någon av de nuvarande funktionerna som hänförs till lagens tillämpningsområde. Det är därför skäl att till paragrafens 1 mom. om lagens tillämpningsområde foga ett omnämnande om clearingverksamhet.

Vissa av de gällande stadgandena i värdepappersmarknadslagen gäller alla typer av värdepapper som har satts i allmänt omlopp, medan en del gäller endast värdepapper som är föremål för offentlig handel. Tillämpningsområdet för de föreslagna stadgandena om clearingverksamhet avviker i någon mån från denna indelning. Det huvudsakliga tillämpningsområdet för stadgandena inbegriper för det första, enligt nya 2 mom. i kapitlets 4 §, clearing av värdepapper som är föremål för offentlig handel. Dessutom tillämpas regleringen, oberoende av handelsformen, på clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet.

Med värdeandel avses enligt 2 § 1 mom. lagen om värdeandelssystemet sådana rättigheter som nämns i 1 kap. 2 § 1 mom. värdepappersmarknadslagen och som har överförts till värdeandelssystemet. Till systemet kan med andra ord anslutas värdepapper i eget och främmande kapital, kombinationer av dessa samt andelar i placeringsfonder. I 25 § lagen om värdeandelssystemet stadgas om överföring av aktier och av värdeandelar som jämföras med dem samt om överföring av andra i den nämnda lagens 4 § 1 mom.

angivna värdeandelar till värdeandelssystemet. Finska bolag vars aktier är föremål för offentlig handel skall överföra sina aktier till värdeandelssystemet senast den 31 december 1998, om inte finansinspektionen av särskilda skäl beviljar dispens. Övriga aktier, värdeandelar i eget kapital, kombinationsvärdepapper i eget och främmande kapital samt placeringsfondsandelar kan anslutas till värdeandelssystemet genom beslut av värdepapperscentralen.

I 26 § och 26 a § lagen om värdeandelssystemet stadgas om anslutning av övriga värdeandelar i främmande kapital till värdeandelssystemet. Stadgandena gäller värdeandelar av det slag som avses i den nämnda lagens 4 § 2 mom. I detta lagrum hänvisas till 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten värdepappersmarknadslagen, vari stadgas om masskuldebrevslån och därmed jämförliga gäldenärsförbindelser som är avsedda att sättas i omlopp bland allmänheten tillsammans med flera andra likalydande förbindelser, samt därtill ansluten rätt till ränta eller avkastning. Värdepapperscentralen beslutar även om överföring av dessa värdeandelar till värdeandelssystemet.

Till värdeandelssystemet anslutna värdeandelar i eget och främmande kapital skall enligt den definition som ingår i värdepappersmarknadslagen betraktas i huvud regel som värdepapper. I 26 b § lagen om värdeandelssystemet stadgas även om privata aktiebolags värdepapper och utländska värdepapper. Enligt den standpunkt som omfattas i värdeandelslagstiftningen kan till systemet inte utan ändring av lagen överföras andra värdepapper än sådana som avses i värdepappersmarknadslagen, för att den rättsliga regleringen av varje värdeandelsslag före överföringen skall bli säkerställd i tillräcklig utsträckning. Samtliga värdeandelar är inte föremål för offentlig handel. Detta innebär att stadgandena i nya 4 a kap. gäller också annan verksamhet än clearing av värdepapper som är föremål för offentlig handel. Av denna anledning nämns i lagens stadgande om tillämpningsområdet clearingverksamhet före offentlig handel, trots att handeln i praktiken givetvis föregår clearing. Stadgandet om tillämpningsområdet

har emellertid inte utformats för att beskriva ordningsföljden i den praktiska verksamheten utan för att avgränsa tillämpningsområdet. För närvarande är varken de bankcertifikat som emitteras av bankerna och Finlands Bank eller statens skuldförbindelser föremål för offentlig handel. De föreslagna stadgandena om värdepapper som satts i omlopp bland allmänheten och som hänförs till tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen kommer inte att gälla sådana såsom fysiska dokument existerande värdepapper som inte är föremål för offentlig handel.

4 §. *Definitioner.* Definitionsstadgandet föreslås bli utökat med en ny moment. I den definieras begreppen clearingverksamhet, clearingorganisation och clearingmedlem, vilka är av en central betydelse för den föreslagna lagstiftningen. I lagförslaget regleras dels förhållandet mellan clearingorganisationerna och clearingmedlemmarna, dels myndighetstillsynen över clearingverksamheten och clearingverksamhetens allmänna tillförlitlighet. Procedurstadgandena och -kraven gäller den regelbundna clearingverksamhet som ordnas i en clearingorganisations regi.

Definitionerna av begreppen clearingverksamhet och clearingorganisation syftar till en lösningsmodell av samma typ som när det gäller begreppen offentlig handel och fondbörs. Dessa definitioner finns i kapitlets 3 § och 4 § 1 mom. Också begreppen optionshandel och clearing av optionshandel samt optionsbörsverksamhet definieras på motsvarande sätt i 1 kap. 2 § 4 punkten och 1 kap. 3 § 2 mom. i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer, nedan kallad optionshandelslagen. I stadgandena görs skillnad mellan å ena sidan verksamhet som bedrivs av en sammanslutning som upprätthåller en marknadsplats och å andra sidan den verksamhet som bedrivs på marknadsplatsen. Enligt 3 kap. 1 § värdepappersmarknadslagen krävs det koncession för fondbörsverksamhet och enligt 8 kap. 2 § i samma lag är det straffbart att bedriva offentlig handel med värdepapper i strid med detta stadgande. Enligt 2 kap. 1 § 1 mom. optionshandelslagen får optionsföretagsverksamhet inte idkas utan koncession och i 5 kap. 3 § i den nämnda lagen stadgas straff för idkande av optionsföretagsverksamhet i strid med 2 kap. 1 § 1 mom.

I definitionen av begreppet clearingverksamhet beskrivs generellt den verksamhet

som en clearingorganisation kan idka. Definitionen av begreppet clearingverksamhet har givits en vid utformning för att verksamheten skall kunna ordnas flexibelt och ändamålsenligt. Å andra sidan är det meningen att definitionen skall hänföra samtliga de med tanke på förtroendet för värdepappersmarknaden betydelsefulla verksamhetsformerna för clearingorganisationerna till övervakningens och lagstiftningens område. En clearingorganisation definieras som ett aktiebolag som yrkesmässigt bedriver clearingverksamhet vid ett särskilt förfarande. För att bedriva sin verksamhet, dvs. yrkesmässig och regelbunden clearingverksamhet för särskilt angivna clearingmedlemmar, behöver clearingorganisationen enligt föreslagna 4 a kap. 1 § koncession. Dessutom föreslås till lagens 8 kap. bli fogad en ny 2 a § enligt vilken det är straffbart att bedriva clearingverksamhet i strid med 4 a kap. 1 §.

Enligt förslaget avses med *clearingverksamhet* bestämmande och avveckling på parter vägnar av förpliktelser som har uppkommit genom avslut vid offentlig värdepappershandel. Med parter avses i lagen säljare och köpare. Vid kommissionsköp är parterna värdepappersförmedlare som i eget namn gör avslut för sina kunders räkning. Definitionen är tillämplig också på det fallet att en och samma förmedlare företräder både säljar- och köparkunden. Härvid svarar förmedlaren för avslutet såsom part gentemot vardera kunden. Investerarna själva är parter i ett värdepappersavslut då de omedelbart deltar i handelssystemet eller då handeln sker direkt i kundernas namn. Tolkningen av definitionen är således beroende av hur handeln har ordnats.

Värdepappershandeln leder för säljarparten till en förpliktelse att leverera värdepapper och för köparparten till en betalningsförpliktelse. Clearingverksamheten anses omfatta bestämmande av dessa förpliktelser på ett för parterna bindande sätt samt avveckling av förpliktelserna i praktiken. Definitionen omfattar alla de funktioner som behövs för att fullborda en affär, från det att avslutet sker till dess att köparen har mottagit värdepapperen och säljaren fått betalt för dem. Åtminstone följande funktioner kan hänföras till clearingverksamheten:

- kontroll av att parternas uppgifter om köpet stämmer överens,
- fastställande av att köpet är bindande för parterna,

- kalkylering av parternas förpliktelser, övertagande av ansvaret för avslutet och för fullgörandet av förpliktelserna antingen helt eller delvis,

- notering av värdeandelsöverföringar eller noteringsansökningar,

- värdepappersöverföringar och förutsättningarna för sådana,

- överföring av medel t.ex. inom Finlands Banks checkkontosystem, genom betalningsmedel mellan kreditinstitut eller som giringar mellan kundernas bankkonton,

- betalningsuppdrag till kreditinstitut och
- övervakning av värdeandels-, värdepappers- och penningöverföringar.

Definitionen av clearingverksamhet är tillämplig redan om någon av de uppräknade funktionerna handhas. T.ex. Finlands Värdepapperscentral Ab:s OM- och RM-system kan utan vidare betraktas som clearingverksamhet enligt den föreslagna definitionen. Däremot verksamheten som avses i 20 § lagen om kreditinstitutsverksamhet och i 3 och 16 § lagen om värdepappersföretag kräver inte clearingorganisationens tillstånd.

Definitionen av begreppet clearingverksamhet inbegriper avveckling av värdepapperstransaktioner som skett vid offentlig handel. I 3 § ingår en definition av begreppet offentlig handel. Enligt den kan offentlig handel med värdepapper bedrivas antingen på börslistan eller vid annan yrkesmässig och särskilt reglerad handel som syftar till att sammanföra köpare och säljare. Avsikten med värdepappersmarknadslagens definition av offentlig handel är att förstärka marknadens struktur. Definitionen skiljer de reglerade och övervakade marknadsformerna från de oreglerade förfarandena. Den officiellt auktoriserade marknaden har i synnerhet genom EU-lagstiftningen förenats med faktorer som är förmånliga från marknadsparternas synpunkt. Eftersom parterna på marknadsplatser av detta slag åläggs särskilda kapitalkrav, medför på marknaden gjorda avslut inte en försämring av kreditinstitutens och investeringstjänstföretagens soliditet. T.ex. OTC-derivat är däremot enligt bilaga 2 till marknadsriskdirektivet (93/6/EEC) förenade med ett särskilt kapitalkrav.

Offentlig handel kan användas som beteckning endast på en stabil och likvid marknad där handeln är förutsägbar och kontinuerlig. Den skillnad som görs mellan den reglerade och oreglerade marknaden betjänar således i första hand investerarskyd-

det. Av denna anledning måste också clearingverksamheten i samband med den offentliga handeln regleras på lagnivå.

Värdepapper som är föremål för offentlig handel existerar för närvarande i två former: för det första som fysiska dokument och för det andra som värdeandelar vilka har anslutits till värdeandelssystemet. Omsättningen av dessa värdepapper normeras genom värdepappersmarknadslagstiftningen som ställer stränga krav på de i omsättningen deltagandes tillförlitlighet. Det är därför befogat att i lagen reglera också utanför den offentliga handeln gjorda avslut och överlåtelser med värdepapper som är föremål för offentlig handel. Definitionen anses således eventuellt omfatta clearing av t.ex. företagsköp som gjorts i syfte att överlåta värdepapper och bestämmanderätt mellan två privatpersoner. Dessutom kan tillämpningsområdet inbegripa avveckling av bytesaffärer, gåvoutfästelser och andra rättshandlingar i syfte att överlåta äganderätten till värdepapper som är föremål för offentlig handel.

Värdeandelssystemet är utöver den offentliga handeln ett annat viktigt regleringsobjekt när det gäller clearingverksamheten. När de rättsliga fakta som gäller innebörden och besittningen av fysiska dokument ersätts med databaser, får clearingen av enskilda avslut en avgörande betydelse från omsättningssynpunkt. En förutsättning för att värdeandelssystemet skall fungera och registreringarna bli rätt gjorda är att överlåtelserna utreds tillförlitligt och korrekt. Alla värdeandelar är emellertid inte föremål för offentlig handel. De bankcertifikat och statliga skuldförbindelser som förekommer på penningmarknaden är för närvarande inte föremål för offentlig handel. På de bilaterala telefonmarknaderna gäller inte samma regler som på den offentliga marknad som avses i värdepappersmarknadslagen. Penningmarknaden har emellertid en stor betydelse från hela finansmarknadens synpunkt. Det är därför skäl att också på lagnivå fästa avseende vid den clearingverksamhet som bedrivs på penningmarknaden. Det kan inte anföras några övertygande argument till stöd för ett alternativ som skulle innebära att en del av den clearingverksamhet som bedrivs på värdepappersmarknaden hänförs till lagstiftningens tillämpningsområde medan en del lämnas utanför. Behovet av ett omfattande tillämpningsområde har accentuerats i och med att värdeandelssystemet har utökats

med nya investeringsobjekt, t.ex. långfristiga masskuldebrev. Också dessa är föremål för omfattande handel på den bilaterala telefonmarknaden fast de har vanligen även upptagits på börslistan. Till den föreslagna lagens tillämpningsområde hänförs clearingen av värdeandelsavslut och andra överlåtelser av värdeandelar, oberoende av om dessa är föremål för offentlig handel eller ej. Till värdeandelssystemet kan anslutas sådana värdepapper som avses i kapitlets 2 §. En förutsättning för att andra typer av investeringsobjekt skall kunna anslutas är att det görs ändringar i värdeandelslagstiftningen. Den föreslagna nya definitionen innebär således ingen utvidgning av tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen. För närvarande uppbearas värdeandelar i främmande kapital inom den datatekniska miljö som upprätthålls av Finlands Värdepapperscentral Ab.

Definitionen av begreppet clearingverksamhet anger inte i sig hur långt koncessionskravet sträcker sig. Definitionen kan jämföras med definitionen av begreppet offentlig handel i kapitlets 3 § eller med definitionen av begreppen optionshandel och clearing av optionshandel i 1 kap. 2 § 4 punkten optionshandelslagen. Inte heller dessa definitioner avgränsar enbart koncessionskravet, myndighetsövervakningen eller straffansvaret. På motsvarande sätt förutsätts inte koncession enbart för vidtagande av åtgärder som ryms in i definitionen av begreppet clearingverksamhet och det är inte straffbart att utan koncession bedriva sådan verksamhet som definitionen avser. Om verksamheten emellertid börjar bedrivas regelbundet kräver den också koncession och underkastas straffhot. Det är i sista hand tillsynsmyndigheterna som skall bedöma om en sammanslutning bedriver verksamhet som uppfyller kännetecknen på clearingorganisationsverksamhet. För precisering av koncessionskravet och straffansvaret föreslås att till paragrafens 2 mom. fogas en definition av begreppet *clearingorganisation*. Denna definition är avgörande för koncessionsbehovet och för kriminaliseringen av olovlig verksamhet. Enligt föreslagna 4 a kap. 1 § krävs det koncession för att en clearingorganisation skall få bedriva verksamhet. Den som bedriver clearingverksamhet i strid med detta stadgande kan dömas till straff enligt 8 kap. 2 a §.

Enligt förslaget avses med clearingorganisation ett aktiebolag som yrkes-

mässigt och regelbundet bedriver clearingverksamhet. I 4 a kap. stadgas närmare om de krav som ställs på clearingorganisationer. Redan av definitionen framgår att endast sammanslutningar som har formen av aktiebolag får bedriva verksamhet som clearingorganisationer. Aktiebolagsformen har bäst ansetts lämpa sig för ordnande av verksamhet av detta slag. Öppna bolag och kommanditbolag är associationsformer som lämpar sig för småföretag, eftersom dessa baserar sig framförallt på bolagsmännens aktivitet. De intressen som personbolags borgenärer företräder tryggas i likhet med andra utomstående intressen på så sätt att bolagsmännen enligt lag är personligen ansvariga för bolagets skulder. Eftersom personbolag inte är tillräckligt fristående från de företagare som driver det, anses öppna bolag och kommanditbolag inte kunna bedriva tillförlitlig clearingverksamhet.

Både andelslag och aktiebolag är självständiga kapitalsammanslutningar. Ett andelslags viktigaste uppgift är enligt 1 § lagen om andelslag (247/1954) att främja ägarnas, dvs. medlemmarnas hushållning genom ekonomisk verksamhet som medlemmarna deltar i genom begagnande av sammanslutningens tjänster. Syftet med ett aktiebolag är däremot att ge bästa möjliga ekonomiska avkastning på det kapital som delägarna har investerat i det. Enlig lagen om aktiebolag är det visserligen möjligt att ett bolags verksamhet helt eller delvis har något annat ändamål än att bereda aktieägarna vinst. I bolagsordningen skall enligt 12 kap. 1 § 2 mom. lagen om aktiebolag i så fall intas bestämmelser om användningen av vinst och nettoförmögenheten vid likvidation.

I förhållande till ett andelslag är dess medlemmar såväl ägare som kunder. Medlemmarna får sin avkastning närmast genom att utnyttja andelslagets tjänster, vilka brukar prissättas på ett för medlemmarna fördelaktigt sätt. Om andelslagets tjänster erbjuds till utomstående brukar större vederlag uppbäras än av medlemmar som har investerat kapital i andelslaget. När det gäller en clearingorganisations verksamhet finns det ingen anledning att sammankoppla ägande med utnyttjande av organisationens tjänster. Clearingen bör vara öppen för deltagande också någon kapitalinsats. Clearingsystemets öppenhet främjas inte av en lösning som innebär att samtliga clearingmedlemmar förutsätts vara

medlemmar av clearingandelslaget och binder sig till de förpliktelser som eventuellt följer av ägandet. I detta avseende hänvisas också till artikel 15.3 i investeringstjänstdirektivet, enligt vilken värdländerna skall erbjuda i dem etablerade värdepappersföretag valet att bli medlemmar i eller ha tillgång till medlemsstaternas reglerade marknader. Genom åtgärder som avses i föreslagna 4 a kap. 7 § är det möjligt att säkerställa att clearingmedlemmarna i tillräcklig utsträckning förbinder sig att delta i clearingorganisationens verksamhet. I och med att det görs skillnad mellan ägarskap i clearingorganisationens respektive clearingmedlemskap underlättas också utländska parter deltagande i clearingssystemet. En clearingorganisation förutsätts inte nödvändigtvis fungera enligt vinstprincipen. Å andra sidan krävs det inte heller att clearingorganisationen skall verka utan vinstsyfte, även om dess verksamhet till sin karaktär klart betjänar allmänt intresse. Sådana krav ställs inte heller på fondbörser eller optionsföretag. Arten av en clearingorganisations verksamhet får således bestämmas av de grundande intressegrupperna.

Vid ett andelslags stämma har varje medlem i regel endast en röst. Härav följer att ägandet av andelslag i många fall är spritt på många händer. Denna omständighet kan i vissa situationer leda till att den operativa ledningen spelar en framskjuten roll vid beslutsfattandet. En splittrad ägarstruktur kan givetvis till en del stämma överens med de allmänna målen för en clearingorganisations verksamhet, bl.a. opartiskhet samt en effektiv, trygg och tillförlitlig marknad. Med tanke på dessa mål föreslås att i 4 a kap. 6 § intas ett stadgande om begränsning av inflytandet. Avsikten med begränsningen är emellertid inte att generellt förhindra att ägandet koncentreras till en eller ett fåtal pålitliga intressenter då omständigheterna talar för ett sådant alternativ. Från begränsningsstadgandet kan enligt förslaget därför beviljas undantag. I ett andelslag är det svårt att genomföra en koncentration av ägandet eftersom utgångspunkten är den att varje medlem har endast en röst, oberoende av hur stor hans kapitalinsats är.

Aktiebolag förfogar över flera metoder att öka sitt aktiekapital. Andelslag har mera begränsade möjligheter att skaffa kapital. För att göra det lättare för andelslag att skaffa kapital har lagen om andelslag ändrats så

(1240/1989) att andelslag tillåts skaffa placeringsandelskapital. Placeringsandelarna innebär emellertid inte rösträtt för placerarna. Samtidigt fogades till lagen om andelslag ett nytt 16 a kap. om ombildande av andelslag till aktiebolag.

Med tanke på trovärdigheten i en clearingorganisations verksamhet är det viktigt att dess solvens ständigt är hög. En viktig faktor i detta avseende är att det i samband med bildandet av organisationen satsade kapitalet hålls kvar i organisationen under hela verksamhetstiden. Det är inte meningen att ett aktiebolags aktiekapital skall återbetalas till aktieägarna under den tid bolaget är verksamt. Antalet aktier är i princip fixerat. Av dessa orsaker är det lättare att kontrollera att minimikraven på det egna kapitalet tillgodoses i aktiebolag än t.ex. i personbolag. Reglerna för minskning av det egna kapitalet är strängare för aktiebolag än för andra bolagsformer. Däremot är ett andelslags medlemsantal och kapital inte bestämda på förhand. En utträdande medlem har rätt att få tillbaka sin insats om andelslagets tillgångar räcker för ändamålet. Ett andelslag kan således hamna i en ekonomisk återvändsgränd om en stor del av medlemmarna lämnar andelslaget samtidigt. Andelslagets eget kapital kan emellertid tryggas genom stadgebestämmelser och avtal samt genom att medlemmarna åläggs att betala anslutningsavgifter som inte återbetalas. Dessa kapitalinsatser ger emellertid inte de betalande medlemmarna någon rösträtt. Oavsett de lagändringar som beskrivs ovan är det svårt att snabbt öka ett andelslags eget kapital.

Lagen om aktiebolag har nyligen förnyats (145/1997). Ändringarna har framförallt samband med EES-avtalet. EG har givit flera bolagsrättsliga direktiv som skall sättas i kraft också i Finland. Syftet med direktiven är att koordinera medlemsländernas bolagsrättsliga lagstiftning. På så sätt förbättras i första hand de i förhållande till bolagen utomstående intressenternas, t.ex. investerarnas och borgenärernas ställning. Parter som är verksamma i medlemsländerna kan således lita på att t.ex. de för bolag gällande bestämmelserna om offentliggörande av information, kapital, bokslut och ändringar i bolagsstrukturen i väsentliga avseenden ger dem samma grad av skydd inom EU. Dessa enhetliga regler tillämpas också på clearingorganisationer som har formen av aktiebolag. Detta kan göra det lättare för utländska

parter att verka inom det finländska clearingssystemet.

Exemplen på skillnaderna mellan sammanslutningar i aktiebolags- respektive andelslagsform visar att indispositiva lagstadganden gäller för aktiebolag i de bolagsrättsliga frågor som är av central betydelse för en clearingorganisations verksamhet. Arrangemang av motsvarande typ kan genomföras också i ett andelslag, men det är då fråga om frivilliga åtgärder. Av de ovan uppräknade orsakerna föreslås att aktiebolagsformen blir obligatorisk för clearingorganisationer.

I definitionen av begreppet clearingorganisation beskrivs clearingverksamhetens struktur så att det är fråga om ett aktiebolag som bedriver verksamhet för sådana företags räkning, vilka har beviljats rätt att överlämna värdepappersavslut och andra överlåtelse till clearing hos en clearingorganisation. Dessa företag definieras som *clearingmedlemmar*. Definitionen av begreppet clearingmedlem motsvarar i stor utsträckning definitionen av begreppet börsförmedlare i paragrafens 1 mom. 7 punkten, samt definitionen av det förmedlarbegrepp som avses i 1 kap. 4 § 1 mom. optionshandelslagen. En clearingorganisation verkar således på clearingmedlemmarnas vägnar, dvs. för deras räkning. Definitionen av begreppet clearingorganisation är avsiktligt utformad på ett sätt som avviker från definitionen av begreppet clearingverksamhet, vilket innebär att verksamheten sker för avslutsparternas räkning. Skillnaden beror på att alla de värdepappersförmedlare som är parter i värdepapperstransaktioner inte nödvändigtvis fungerar som eller förutsätts fungera som clearingmedlemmar. Detta innebär att förmedlarna överför avsluten till clearingmedlemmar och att en clearingorganisation sköter clearing för dessas räkning. Clearingen sker givetvis i praktiken också till förmån för avslutsparterna, men dessa behöver inte nödvändigtvis direkt delta i clearingssystemet.

Verksamhet av det slag som avses i definitionen av begreppet clearingverksamhet kan bedrivas t.o.m. av aktörer som står helt utanför värdepappersmarknaden. I princip kan t.ex. advokaters, bevakningsföretags och dataföretags verksamhet i vissa situationer rymmas in i definitionen av begreppet clearingverksamhet. Sådana näringsidkares verksamhet tangerar emellertid endast tillfälligt avveckling av värdepappersaffärer. Clearing-

kopplingen uppkommer vid sidan av näringsidkarens egentliga verksamhet. En clearingorganisations verksamhet förutsätts därför vara yrkesmässig och regelbunden, vilket innebär att näringsidkare som erbjuder clearingtjänster tillfälligt och vid sidan av sin övriga rörelse faller utanför tillämpningsområdet.

Organisationer, betalningsförmedlande banker, centralbanken och de som är ansvariga för värdeandelsregistret kan i vissa fall vara involverade i avvecklingen av förpliktelser som har uppkommit genom värdepappersaffärer. Dessa sammanslutningars verksamhet är också yrkesmässig och regelbunden till sin karaktär. Det är emellertid inte skäl att betrakta dem som clearingorganisationer så länge de inte ordnar verksamheten i form av ett clearingförfarande som endast särskilt utsedda parter deltar i.

Kravet att verksamheten skall vara organiserad och regelbunden innebär att sådan clearing som clearingmedlemmarna sköter sinsemellan avgränsas utanför tillämpningsområdet. Värdepappersförmedlare kan således fortfarande om de så önskar sköta clearing bilateralt. Den som emellertid börjar sköta dessa funktioner på andras vägnar måste, om verksamheten antar regelbundna former, ha koncession för verksamheten. I lagen uppställs inte för värdepappersförmedlare eller andra marknadsparter någon skyldighet att överlämna clearing till en clearingorganisation. Denna lösning faller sig naturligt, eftersom förslaget inte förutsätter att det finns någon clearingorganisation överhuvudtaget. En clearingorganisation och en fondbörs kan inom ramen för sin självregleringsrätt kräva att de parter som verkar inom systemen skall clara samtliga transaktioner vid ett visst förfarande. Marknadsparterna får således själva välja om clearingverksamheten skall ordnas inom en sådan clearingorganisation som avses i lagen eller om transaktionerna skall clearas bilateralt. Utvecklingen på marknaden och grundandet av Finlands Värdepapperscentral Ab har lett till ett allt mera centraliserat clearingssystem.

De stadganden som föreslås i 4 a kap. gäller inte heller intern clearing (eng. *internal settlement*) mellan en clearingmedlem och dennas kunder om clearing mellan clearingmedlemmar har organiserats i clearingorganisationen. I detta avseende gäller de i 4 kap. stadgade omsorgsplikterna och kundskyddsnormerna. Finansinspektionen bemyn-

digas dessutom att utfärda bestämmelser om intern clearing. I den nya 5 a § som föreslås i 4 kap. stadgas om förmedlarnas deltagande i clearingverksamheten.

Enskilda investerare kan liksom tidigare överlåta och överföra värdepapper direkt till varandra. De föreslagna stadgandena inverkar inte i något avseende på sådana överföringar av egendom och pengar som investerare gör sinsemellan.

3 kap. Offentlig handel med värdepapper

3 §. *Fondbörsens verksamhet.* Paragrafens 1 mom. som gäller fondbörsens verksamhet föreslås bli så ändrad att från den verksamhet som är tillåten med stöd av en koncession för fondbörsverksamhet avgränsas clearingverksamhet och clearingorganisationssverksamhet. Fondbörsen får bedriva clearingverksamhet och clearingorganisationssverksamhet endast på så sätt att stadgandena i föreslagna 4 a kap. tillämpas.

I lagens 4 a kap. åläggs en clearingorganisation flera krav som avviker från dem som åläggs en fondbörs. De viktigaste skillnaderna ansluter sig till kraven på clearingorganisationens aktiekapital samt till bolagsformen. På en fondbörs ställs för närvarande inga särskilda krav när det gäller det egna kapitalet, eftersom börsen inom ramen för traditionell fondbörsverksamhet inte tar några risker eller ansvar för clearing av avsluten. Börsens grundkapital och övriga tillgångar skall räcka för att skaffa och underhålla lokaler och utrustning samt för att anställa sakkunnig personal. En clearingorganisations kapital skall däremot delvis också trygga clearingverksamhetens kontinuitet och allmänna tillförlitlighet. Av denna anledning uppställs för en clearingorganisation uttryckliga krav på aktiekapitalet. Fondbörsen kan å andra sidan ha formen antingen av ett aktiebolag eller ett andelslag. Enligt den föreslagna lagen kan däremot endast ett aktiebolag få koncession att verka som clearingorganisation. En omständighet som talar för att det görs skillnad mellan koncessionerna för en börs respektive en clearingorganisation är också att det råder en partiell konflikt mellan målsättningarna för dessa sammanslutningar. Ett av syftena med att ordna offentlig handel med värdepapper är att främja handeln och dess flexibilitet. En clearingorganisations syften måste däremot anses vara att främja värdepappershandelns tillförlitlig-

het, säkerhet och exakthet. Trots skillnaderna förutsätter lagen inte att clearingverksamhet och fondbörsverksamhet bedrivs i separata sammanslutningar. Det för clearingverksamheten gällande särskilda kapitalkravet samt kravet på riskhanteringssystemet och vissa andra krav har ansetts utgöra de bästa garantierna för clearingverksamhetens tillförlitlighet.

Clearingverksamhet skall fortsättningsvis inte utan vidare anses vara oförenlig med annan börsverksamhet, men den skall inte heller anses ha en självklar anknytning till börsverksamhet. En clearingorganisation måste emellertid förutsättas stå i nära kontakt med det handelssystem som clearinguppgiften härrör från. Handelsförfarandet kan omfatta en del av de funktioner som enligt 1 kap. 4 § 2 mom. hör till clearingverksamheten. T.ex. den automatiska matchningsfunktionen ansluter sig på ett naturligt sätt till handelssystemet. För den funktionella avgränsningen mellan handels- och clearingssystemet svarar emellertid de som deltar i verksamheten. Någon noggrann uppgiftsfördelning anges inte i lagen. Börsen kan t.ex. sköta några av de till clearingverksamheten hörande uppgifterna för en clearingorganisations räkning, på det sätt som anges i 4 a kap. 5 §. Om en fondbörs själv vill ordna clearingförfarandet, måste den uppfylla de för en clearingorganisation uppställda kraven och ansöka om koncession att verka som clearingorganisation. Ingenting hindrar heller att fondbörsen skaffar aktier i en clearingorganisation.

Att det görs skillnad mellan koncessioner för fondbörsverksamhet respektive clearingorganisationsverksamhet överensstämmer med den lösning som omfattas i optionshandelslagen. Enligt dess 2 kap. 2 § måste koncession för optionsbörsverksamhet sökas skilt från koncession för clearing vid optionshandeln. Det krav på ett eget kapital om tio miljoner som uppställs i stadgandet gäller endast optionsföretag som bedriver clearingverksamhet.

Paragrafen föreslås dessutom bli ändrad för att motsvara 7 § lagen av värdeandelsystemet, enligt vilket fondbörsverksamhet kan av särskilda skäl omfatta också förande av värdeandelsregister. T.ex. ett system där en fondbörs är clearingmedlem kan förutsätta att börsen för ett värdeandelsregister. Enligt förslaget skall det dessutom vara tillåtet för clearingorganisationer och optionsföretag

att föra värdeandelsregister. En fondbörs som vill föra värdeandelsregister skall ansöka om koncession enligt lagen om värdeandelssystemet.

4 kap. **Värdepappershandel och värdepappersförmedling**

5 a §. *Värdepappersförmedlarnas verksamhet.* I paragrafen stadgas om de skyldigheter som en förmedlare har gentemot sina kunder vid clearingverksamhet samt om användning av värdepapper för s.k. värdepapperslån.

En grundläggande förutsättning för investerarskyddet är att de kundmedel som en värdepappersförmedlare har i sin besittning inte sammanblandas med förmedlarens egna medel. Kundmedlen ingår inte i förmedlarens konkursbo och kan inte heller utmätas för förmedlarens skuld. På grund av dessa principer måste medlen hållas åtskilda också vid clearingverksamhet.

Det nya stadgandet om värdepappersförmedlare i 4 kap. gäller behandlingen av kundmedel. Det är inte endast fråga om att hålla kundmedel åtskilda vid clearingverksamhet, utan stadgandet skall tillämpas på all den verksamhet som värdepappersförmedlare bedriver.

Ett uttryckligt stadgande om att kundmedel skall hållas åtskilda finns för närvarande i 52 § lagen om värdepappersföretag. Lagen gäller värdepappersföretag. Med värdepappersförmedlare avses enligt 1 kap. 4 § 1 mom. värdepappersmarknadslagen emellertid också depositionsbanker, utländska kreditinrättningars filialkontor i Finland samt övriga kreditinstitut som har rätt att bedriva värdepappersförmedling. Eftersom dessa inrättningar enligt den föreslagna lagen kan fungera som clearingmedlemmar och samtidigt förvalta kundmedel, är det motiverat att skyldigheten att hålla medlen åtskilda utsträcks till att gälla samtliga värdepappersförmedlare.

I paragrafens 1 mom. stadgas om de allmänna principerna för att hålla kundmedel åtskilda. Stadgandet motsvarar i stort sett 52 § lagen om värdepappersföretag, dock så att dess tillämpningsområde föreslås vara vidare. Kundmedel består enligt definitionen i det föreslagna stadgandet av kunders penningmedel och annan egendom. Då en värdepappersförmedlare har hand om kundmedel måste det omsorgsfullt säkerställas att de inte sammanblandas med förmedlarens egen-

dom. Detta krav stämmer också överens med artikel 10 i investeringstjänstdirektivet. Separeringen skall genomföras inte bara vid förvaringen och hanteringen av medel utan också vid clearingen. Dessutom skall kundmedlen uppbevaras på ett säkert sätt. Värdepappersförmedlaren skall uppbevara kundegendom brand- och inbrottssäkert, t.ex. i ett kassavalv. Enligt tidigare praxis skall kunders penningmedel sättas in på ett särskilt depositionsbankkonto, om det inte skriftligen avtalas om annan placering. Skyldigheten att hålla kundmedel åtskilda kompletteras av den ändring som föreslås i 16 § lagen om värdeandelskonton, enligt vilken en förmedlars och en kunds värdeandelar inte får sättas in på samma kommissionskonto. Enligt nya 4 a kap. 8 § värdepappersmarknadslagen måste också en clearingorganisation hålla kundmedlen åtskilda.

Eftersom kundmedel inte hör till värdepappersförmedlarens egendom har det enligt vedertagen bokföringspraxis inte heller varit nödvändigt att föra in dem i förmedlarens egen bokföring. Detta konstateras uttryckligen i 52 § lagen om värdepappersföretag. Stadgandet preciseras av finansinspektionen (finansinspektionens föreskrift 203.3a, given 16.7.1996). I föreskriften framför finansinspektionen sin tolkning av de praktiska förpliktelser som 52 § lagen om värdepappersföretag innebär för värdepappersföretag. Ett värdepappersföretag är således skyldigt att för sina kunders penningmedel öppna ett check- eller s.k. avistakonto i en depositionsbank eller i en filial av en utländsk kreditinstitut. Kundmedlen skall så snart de mottagits deponeras på detta konto och de får inte ens tillfälligt överföras till värdepappersföretagets bankkonto eller kassa. Medlen skall hållas på kundmedelskontot till dess att de placeras på annat sätt eller återlämnas till kunden. Om kundmedel lånas ut till ett värdepappersföretag, skall ett skriftligt avtal om saken göras upp. Kundmedel får enligt föreskriften inte heller utan kundens samtycke pantsättas för värdepappersföretagets skuld. Finansinspektionen har dessutom givit värdepappersföretag föreskrifter om förvarings- och placeringstjänster (finansinspektionens föreskrift 203.4, given 14.1.1994). Föreskriften gäller dels minimiinnehåll i avtal om förvaring av värdepapper och avtalsvillkorens skälighet, dels minimiinnehåll och villkoren i placeringsavtal.

Finansinspektionens föreskrift om värdepappersföretagets bokslut (föreskrift 203.13, given 3.12.1996, gäller fr.o.m. 1.1.1997 tills vidare) reglerar bl.a. frågan om hur kundmedel samt fordringar och skulder som följer av transaktioner för kunders räkning skall behandlas i bokslutet. Enligt föreskriften skall sådana medel som avses i anvisningarna om åtskiljande av kundmedel inte upptas i balansräkningen som värdepappersföretagets tillgångar. Till balansräkningen skall inte heller hänföras sådan betalningsskyldighet som uppkommer för värdepappersföretaget till följd av värdepappersavslut som har gjorts för en kunds räkning eller sådan betalningsskyldighet som uppkommer för värdepappersföretaget till följd av värdepappersförsäljning för en kunds räkning. Sådana fordringar skall enligt föreskriften fortgående följas upp inom företagets redovisningssystem, särskilt i fråga om varje kund eller annan betalningsskyldig. Om värdepappersföretaget däremot av sina egna medel har redovisat en betalning till sin säljarkund innan motparten har betalat till värdepappersföretaget, skall köpesumman i bokslutet tas upp bland värdepappersföretagets försäljningsfordringar. Motsvarande bestämmelser gäller skulder som härrör från värdepappersavslut som har gjorts för en kunds räkning.

Depositionsbankernas huvuduppgift kan anses vara att för egen räkning ge ut kundmedel som krediter och annan finansiering. Endast depositionsbanker får från allmänheten såsom depositioner ta emot medel som skall betalas tillbaka. Motsvarande rätt kan ges ett utländskt kreditinstituts filialkontor i Finland. Depositionerna skall i bankernas balansräkningar tas upp som främmande kapital. Eftersom upprätthållandet av konton för kundmedel inte skiljer sig från upprätthållandet av andra bankkonton, är det nödvändigt att med avseende på bokföringen stadga undantag för depositionsbanker och de ovan nämnda utländska kreditinstituten filialkontor. Också kreditinstitut som fungerar som värdepappersförmedlare samt värdepappersförmedlingsföretag måste hålla kunders penningmedel åtskilda från sin egen bokföring och utanför bokslutets balansräkning. Depositionsbankerna och utländska kreditinstituts filialkontor ges inte rätt att avvika från de övriga i stadgandet angivna förpliktelserna.

I paragrafens 2 mom. stadgas ett undantag

från det av 5 § 1 mom. följande, för värdepappersförmedlare gällande förbudet mot vidarepantsettning. En förutsättning för en fungerande clearingverksamhet är att de säkerheter som clearingorganisationen tar emot är giltiga. Eftersom skyldigheterna att ställa säkerhet å andra sidan härrör från affärer som gjorts för en kunds räkning, är det på sin plats att kundens värdepapper, som affärerna avser, kan användas som säkerhet. I föreslagna nya 4 a kap. 11 § stadgas om clearingorganisationers och clearingmedlemmars lagstadgade pantträtt. För att värdepappersförmedlares pantsettningar inte skall kunna bestridas med åberopande av förbudet, föreslås att i lagen stadgas ett undantag från förbudet i samband med uppdrag. Med tanke på kundskyddet och god värdepappersförmedlingssed är det sakligt att förmedlaren i avtalsvillkoren när det gäller kunduppdrag nämner pantträtter som ansluter sig till fullbordandet av köpet. Dessutom är det skäl att förmedlaren på eget initiativ underrättar sin kund om pantsettningens förhållande vid den clearing som clearingorganisationen ordnar. Den pantträtt som avses i momentet gäller endast överlåtelse av en kunds värdepapper till en clearingorganisation och clearingmedlem på så sätt att värdepapperen kommer att utgöra sådan legal pant som avses i nya 4 a kap. 11 §. Överlåtelse kan ske endast som säkerhet för förpliktelser som följer av kundens eget uppdrag. En kunds värdepapper får fortfarande inte utan kundens tillstånd användas som säkerhet för värdepappersförmedlarens egna eller övriga kunders affärer eller annars separat från kundens uppdrag.

I paragrafens 3 mom. stadgas om användning av en kunds värdepapper för värdepapperslån, så som beskrivs i den allmänna motiveringens avsnitt om nuläget. Värdepappersförmedlarnas kunder kan inneha stora mängder värdepapper som är avsedda att vara långvariga investeringar. Sådana investeringsportföljer kan användas för låneverksamhet. Investerarna kan öka avkastningen på sina fasta investeringar genom att överlåta sina värdepapper för låneändamål. Möjligheten att låna också sådana värdepapper som i allmänhet finns i omlopp endast i begränsad utsträckning förbättrar å andra sidan marknadens likviditet och minskar risken för marknadsstörningar.

Med låneavtal avses i stadgandet ett avtal enligt vilket en investerare mot ersättning

lånar ut värdepapper till en låntagare. Låntagaren förbinder sig å sin sida att efter avtalad tid lämna tillbaka samma mängd likvärdiga värdepapper. Äganderätten till värdepapperen övergår enligt avtalet till låntagaren, som får överlåta värdepapperen vidare. Låntagaren behöver således inte nödvändigtvis återlämna just de värdepapper som han ursprungligen lånade. Ett låneavtal som avser värdepapper kan jämföras med ett skuldförhållande som innebär att gäldenären är skyldig att till borgenären betala ett visst belopp men inte bestämda sedlar. Enligt stadgandet är det obligationsrättslig sett fråga om ett värdepapperslån. Ett sådant varuskuldförhållande innebär att gäldenären, dvs. låntagaren får kredit i form av ett visst antal värdepapper. I 9 kap. handelsbalken, som föregick skuldebrevslagen, reglerades uttryckligen också varuskuldförhållanden. Efter att kapitlet upphävts kan på varuskuldförhållanden analogt tillämpas skuldebrevslagens dispositiva tolkningsregler. T.ex. skuldebrevslagens 3 § om betalningsstället (med undantag av 2 mom.) har ansetts kunna tillämpas på avtal om utlåning av värdepapper. Enligt den juridiska litteraturen gäller av 9 kap. handelsbalken fortfarande den av kapitlets 2 § följande rättsprincipen att lånad egendom skall lämnas tillbaka på utsatt dag och då vara av samma slag, kvalitativt likvärdig och av samma kvantitet som lånet. Lån skiljer sig således principiellt från köp och byte av vara.

En repa innebär att den som säljer värdepapper samtidigt förbinder sig att om en viss tid återköpa motsvarande mängd likvärdiga värdepapper till ett överenskommet pris. En repa inkluderar således två köp i omvänd riktning. Genom vartdera köpet övergår äganderätten mellan samma parter. Köpen sker mot betalning av egentliga köpesummor, således inte enbart arvoden för överlåtelse av värdepapperen.

Både värdepapperslån och repor innebär att obegränsad äganderätt till värdepapper överförs mellan överlåtare och förvärvaren. Överlåtelserna är således förknippade med alla de rättsverkningar som ansluter sig t.ex. till värdepappersavslut. Om ett värdepapperslån eller en repa avser värdeandelar skall omvända överlåtelser på sedvanligt sätt noteras på överlåtarens och förvärvarens värdeandelskonton. Låntagaren och den som avtalar om en repa omfattas således t.ex. av den i 6 kap. 6 § angivna inlösningsskyldig-

heten, om den temporäre förvärvarens ägarandel växer över den stadgade två tredjedelsgränsen. Ett låneavtal kan uttryckligen syfta till att förvärvaren temporärt skall få utnyttja rätten att förfoga över en aktie. Det är således naturligt att de sedvanliga rättigheter som ansluter sig till värdepappersöverlåtelser sammankopplas också med värdepapperslån och repor. Den som lånar aktier i form av värdeandelar berörs således under avtalets giltighetstid t.ex. av 3 a kap. lagen om aktiebolag, som förutsätter att förvärvaren införs i den offentliga aktieboken.

Parterna i ett värdepapperslån eller en repa kan bestämma vem som under avtalsperioden för den eventuella avkastningen av värdepapperen. Ofta avtalas att avkastningen skall tas emot av låntagaren eller köparen som har värdepapperen i sin besittning. Denne blir emellertid tvungen att överlämna avkastningen till den ursprunglige ägaren. Även om låneavtalet i rättsligt avseende är en form av försträckning, är den vedertagna benämningen värdepapperslån (eng. *securities lending*) på den internationella och inhemska marknaden. I detta sammanhang avses med lån således inte en sådan vederlagsfri rättshandling som avses i 11 kap. handelsbalken. I gällande 2 kap. 4 § 1 mom. optionshandelslagen används dessutom benämningen låneavtal. I det föreslagna stadgandet definieras också avtal med återköpsvillkor, dvs. omvänd repa. Från den temporäre förvärvarens synpunkt är ett återköpsavtal i rättsligt avseende nämligen ett avtal om återförsäljning. Begreppen värdepapperslån och repa definieras också i artiklarna 2.17 och 2.18 i marknadsriskdirektivet. Även om direktivets definitioner är snävare än de som föreslås i lagen, föreligger det inte någon egentlig konflikt. Avsikten med de föreslagna stadgandena är inte att begränsa avtalen formellt sett. Marknadsriskdirektivet skall främja riskhanteringen genom att reglera beaktandet av olika avtalstyper i investeringstjänstföretags och kreditinstituts solvenskalkyler. En del av de avtal som avses i det föreslagna stadgandet kan således avse sådana av marknadsriskdirektivet följande normer som har satts i kraft i Finland i lagen om kreditinstitutsverksamhet och i lagen om värdepappersföretag.

Syftet med stadgandena om låneverksamhet är att främja uppkomsten av en övervakad, reglerad, stabil och likvid marknad för värdepapperslån och repor. Värdeandelssys-

temet bidrar till marknadens utveckling eftersom värdeandelarna är lösa genussaker. Också såsom fysiska dokument emitterade värdepapper kan emellertid enligt vissa ställningstaganden i den juridiska litteraturen på ett giltigt sätt överföras som värdepapperslån.

Värdepappersförmedlarna har en central betydelse vid utvecklandet av låneverksamheten, eftersom de kan kanalisera investerarnas låneutbud på marknaden. Investerarskyddet måste emellertid ovillkorligen upprätthållas också när det gäller låneverksamheten. En bidragande orsak till stadgandet om pantsättnings- och överlåtelseförbud i 5 § 1 mom. var uttryckligen att värdepappersförmedlarna på 1980-talet olovligen till sig själva hade lånat värdepapper som de hade i förvar och för egen räkning överlåtit dem vidare. Förmedlaren förtjänar i dessa fall på att värdepapperspriserna sjunker, eftersom han i så fall förmånligt kan köpa tillbaka de olovligen överlåtna värdepapperen. Om priserna tvärt emot förmedlarens förväntningar stiger, kan han lida förluster. Förlusterna kan bli så stora att de lamslår förmedlarens rörelse. Kunden har då förlorat äganderätten till värdepapperen. Förfarandet måste anses strida mot god sed och vara helt förkastligt, eftersom det innebär en oskälig ökning av kundens risk. I de mest flagranta fallen kan verksamheten t.o.m. uppfylla det i 28 kap. strafflagen stadgade rekvisitet för försörjningsbrott.

Ett avtal om värdepapperslån eller repa är från ägarkundens synpunkt en rättshandling som innebär att den sakrättsliga äganderätt som hänförs sig till värdepapperen temporärt och mot ersättning blir en fordringsrätt. Investerarens ställning kan i låneavtalet, liksom i fråga om penningkulder, skyddas genom att låntagaren avkrävs säkerheter. Kundens risk är således beroende av låntagarens eller köparens förmåga att uppfylla sin leveransskyldighet samt av de säkerheter som tryggar kundens intressen. Vid en repa tryggas säljarkundens intressen däremot genom att han får förfoga över köpesumman under den tid avtalet är i kraft. Den temporäre förvärvaren åtnjuter å andra sidan skydd genom sin äganderätt till värdepapperen. Detta arrangemang används ofta för anskaffning av finansiering på så sätt att en sammanlutning som behöver kortfristig finansiering säljer värdepapper till en finansör. Finansörens risk i samband med en repa är

mindre än i ett traditionellt kreditförhållande. Skillnaden mellan försäljnings- och köppriserna är därför i allmänhet också mindre än den sedvanliga krediträntan.

Samtidigt som systemet med värdepapperslån främjas måste de med verksamheten sammanhängande riskerna förebyggas. Enligt regeringens proposition med förslag till värdepappersmarknadslag (RP 157/1988 rd.) inbegriper en värdepappersförmedlars allmänna omsorgsplikt kontroll av att kunden har de värdepapper som säljuppdraget avser och att han inom stadgad tid kan uppfylla den eventuellt uppkommande skyldigheten att leverera värdepapper. Enligt föreslagna nya 4 a kap. 10 § uppställs uttryckligen en sådan skyldighet för clearingorganisationen. Möjligheten att på marknaden köpa värdepapper på skuld förbättrar förmedlarens förutsättningar att i enlighet med kommissionshandelsprinciperna svara för värdepappersaffärer som han har gjort för en kunds räkning. Avsikten med de förslag som gäller värdepapperslån är emellertid inte att minska förmedlarens omsorgsplikt som innebär att han skall granska kundens prestationsförmåga.

Enligt förslaget till 4 a kap. 5 § kan en clearingorganisation sköta clearing av avtal om värdepapperslån och repor, om avtalsvillkoren har godkänts av finansinspektionen. Om låneverksamheten bestäms i så fall i clearingorganisationens regler, som fastställs av vederbörande ministeriet. T.ex. genom låneavtal kan säkerhetsförvaltningen ordnas centralt inom clearingorganisationen. Det föreslås därför att värdepappersförmedlare skall kunna överlåta en kunds värdepapper i första hand endast för uppfyllande av sådana låneavtal och repor för vilka finansinspektionen har godkänt villkoren. Avsikten med detta förfarande är att främja standardiseringen av avtalen och på så sätt utveckla en övervakad, reglerad, likvid och stabil marknad för dessa avtal. Dessutom förutsätts att clearingen av värdepapperslån och repor sköts således av en clearingorganisation. Främjandet av en reglerad clearing svarar mot behovet att skydda investerarna inom låneverksamheten. Lagrummet kan jämföras med det i gällande 4 kap. 6 § 1 mom. stadgade kravet att en värdepappersförmedlare i första hand skall sköta sina uppdrag rörande noterade värdepapper med anlitande av fondbörsens börslista eller annan offentlig handel. När en clearingorganisation deltar i

låneverksamhet och i sitt reglemente intar föreskrifter om värdepapperslån och repor, är investerarriskerna mindre och bättre kontrollerbara än vid en oreglerad låneverksamhet som bedrivs utan standardiserade villkor. Avsikten med stadgandet är emellertid inte att i onödan begränsa avtalsfriheten. Därför föreslås att avtal om värdepapperslån och repor skall ingås på de villkor som finansinspektionen fastställer och att dessa typer av avtal skall clearas av en clearingorganisation endast i det fall att annat inte har avtalats särskilt mellan kunden och förmedlaren. T.ex. storinvesterare som är verksamma på partimarknaden kan således temporärt överföra värdepapper med individuella avtal som clearas särskilt och dessa avtal kan förmedlas av värdepappersförmedlare. God förmedlarsed förutsätter emellertid att förmedlaren för sin kund utreder skillnaderna mellan å ena sidan ett standardavtal som clearas av en clearingorganisation och å andra sidan ett individuellt värdepapperslån eller en repa. Skillnaderna kan ha betydelse t.ex. vid beskattningen, liksom i 47 b § lagen om stämpelskatt.

Artikel 8.5 i marknadsriskdirektivet gäller uttryckligen avtal om värdepapperslån och repor. Enligt artikeln skall företag och kreditinstitut som erbjuder investeringstjänster förpliktas att till de behöriga myndigheterna rapportera varje gång en motpart vid repor och omvända repor eller affärer som rör lån av värdepapper inte uppfyller sina förpliktelser. Genom dessa anmälningar kan övervakningsmyndigheterna fortgående följa de särskilda risker som är förenade med avtalen.

När finansinspektionen överväger att godkänna villkor i avtal om värdepapperslån och repor skall den granska dessa avtal också utgående från investerarskyddet. Den avtalade riskfördelningen får inte vara oskäligen från den utlånande investerarens synpunkt. Genom godkännandeförfarandet är det dessutom möjligt att säkerställa att de låntagarna i avtalen åläggs att ställa tillräckliga säkerheter för sina förpliktelser.

Från avtal om värdepapperslån och repor är det skäl att skilja sådana mellan en kund och en förmedlare ingångna uppdragsavtal som innebär att en kunds värdepapper kan ges ut på skuld. En förutsättning för deltagande i låneverksamhet är att det har uppgjorts ett skriftligt uppdragsavtal. Enligt det föreslagna stadgandet skall avtal om användning av en kunds värdepapper för värdepap-

perslån och repor ingås skriftligt. I samband med att investeringstjänstdirektivet sätts i kraft nationellt 4 kap. 5 § 2 mom. ändrades så att värdepappersförmedlaren efter en värdepapperstransaktion skall upplysa sin kund om huruvida det är värdepappersförmedlaren själv som är motpart. I samband med värdepapperslån förutsätts förmedlaren skaffa investerarens skriftliga samtycke redan på förhand. Detta konstateras för klarhetens skull också i den föreslagna paragrafen.

Uppdragsavtal är sådana i 4 kap. 2 § angivna avtal om värdepappersförmedling enligt vilka det är förbjudet att använda villkor som strider mot god sed eller är oskäligen från kundens synpunkt. Finansinspektionen skall övervaka att stadgandet iakttas. Den skall således övervaka också att de standardiserade uppdragsavtalen om låneverksamhet inte äventyrar investerarskyddet. I fråga om låneverksamheten gäller dessutom 5 § 2 mom., som begränsar värdepappersförmedlaren möjligheter att vara sin kunds motpart vid avslut. Värdepappersförmedlaren kan i enlighet härmed själv låna kundens värdepapper endast med dennes samtycke.

Det nuvarande 1 mom. föreslås att bli paragrafens 5 mom. specificerat med en hänvisning till 45 § inkomstskattelagen.

De i paragrafen stadgade skyldigheterna gäller olika typer sammanslutningar och verksamhet på delmarknader. Investerarskyddet kan i olika clearingsystem kräva iakttagande av olika förfaranden. Av denna anledning är det inte ändamålsenligt att i lagen detaljerat stadga om allt som gäller skyldigheten att hålla kundmedel åtskilda eller pantsättning av värdepapper.

Om värdepappersförmedlarnas förpliktelser sammanställs i clearingsystemet, måste förmedlarna ordna med den interna clearing mellan sig själva och sina kunder. Därmed förändras investerarriskernas karaktär på det sätt som beskrivs i den allmänna motiveringens avsnitt om nuläget. Investerarnas intresse kan i situationer av detta slag bäst tryggas så att den myndighet som övervakar värdepappersmarknadens verksamhet fastställer detaljerade regler för den interna clearing. I paragrafens 5 mom. föreslås därför att finansinspektionen bemyndigas att för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden utfärda närmare bestämmelser om åtskiljning av kundmedel. I bestämmelserna kan intas bindande regler t.ex. om hur den interna clearing skall ordnas och följas

upp, om användningen av kundmedelskonton samt om förvaringens säkerhet. Utgångspunkten för bestämmelserna måste anses vara att kunden i eventuella störningssituationer skall skyddas så att kundmedlen inte på ett sätt som äventyrar kundernas intressen sammanblandas med förmedlarens eller övriga kunders medel. Av samma orsaker föreslås att finansinspektionen får bestämma också om pantsättning enligt 2 mom.

Finansinspektionens ovan beskrivna anvisningar om åtskiljning av kundmedel samt om förvarings- och investeringstjänster är inte direkt bindande för de sammanslutningar som övervakas. De utgör sådana i 3. § 2 mom. lagen om åtgärder som gäller myndigheternas föreskrifter och anvisningar (573/1989) angivna allmänna regler som myndigheterna har fattat beslut om men som inte är förpliktande. Med föreskrifter avses enligt 1 mom. i samma paragraf allmänna regler vilka myndigheterna har fattat beslut om och vilka såsom förpliktande skall iaktas i de enskilda fall som avses i dem. Av föreskrifterna skall framgå de stadganden som myndighetens behörighet att meddela föreskrifter grundar sig på. Föreskrifter som avses i föreslagna 4 mom. kan innehålla t.ex. i finansinspektionens gällande anvisningar uppställda krav, men dessa kravs bindande karaktär vore starkare än för närvarande.

Clearingorganisationens regler är av betydelse dels för clearingmedlemmarnas ställning och dels för kundernas ställning inom clearingverksamheten. Det är således förenligt med god värdepappersförmedlingssed att förmedlaren informerar kunden om de viktigaste på dennes ställning inverkan de föreskrifterna i clearingorganisationens regler. Förmedlarens skyldighet att meddela om panträtter som ansluter sig till clearingverksamheten har nämnts redan tidigare.

De allmänna skyldigheter gentemot kunderna som i lagens 4 kap. uppställs för förmedlare inskränker sig inte enbart till affärer som i Finland har gjorts inom den offentliga handeln. Förmedlaren skall iakttä kapitlets stadganden också när en transaktion görs för en kunds räkning, t.ex. via en dataterminal som tillhandahålls av en utländsk fondbörs. På motsvarande sätt är också de skyldigheter som förmedlaren har med avseende på clearingverksamheten förpliktande för denne i det fall att clearingen av en affär görs utomlands.

4 a kap. Clearingverksamhet

Till värdepappersmarknadslagen föreslås bli fogat ett nytt 4 a kap. om clearingverksamhet. Kapitlet innehåller för det första näringsrättsliga stadganden om clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas verksamhet. Regleringen av clearingverksamheten grundar sig enligt de föreslagna stadgandena huvudsakligen på clearingorganisationens självreglering, som skall fastställas av den behöriga myndigheten. I kapitlet definieras dessutom myndigheternas befogenheter och behörighetsfördelningen mellan myndigheterna. Särskilda stadganden föreslås om de i clearingverksamheten deltagandes ansvar, i syfte att underlätta clearingverksamheten och öka verksamhetens tillförlitlighet. Förutsättningarna för en säker och effektiv clearingverksamhet förbättras vidare genom lagstadganden som skall förstärka clearingorganisationens och clearingmedlemmens panträtt i de värdepapper som är föremål för clearing.

1 §. *Koncessionstvång.* Enligt paragrafens 1 mom. får en clearingorganisation inte bedriva verksamhet utan tillstånd. Enligt den gällande lagstiftningen behövs inget tillstånd. Värdepapperscentralens verksamhet övervakas av finansinspektionen. Också clearingverksamheten vid Finlands Värdepapperscentral Ab har således kunnat övervakas.

I och med att värdepappershanteringen centraliserats i Finlands Värdepapperscentral Ab, koncentreras också de risker som är förenade med hanteringen. Clearingverksamheten är förenad med risker också i det fall att clearingorganisationen inte skulle ta något ansvar för de affärer som clearas. En bristfälligt organiserad clearingverksamhet kan störa hela finansmarknaden. Värdepappersmarknadens tillförlitlighet kräver att värdepappersaffärerna fullbordas i en saklig och trygg miljö. Den behöriga myndigheten måste därför på förhand kunna bedöma grunderna för verksamheten samt de deltagande sammanslutningarnas tillförlitlighet. Av denna anledning föreslås att en sammanslutning som bedriver clearingverksamhet yrkesmässigt och regelbundet måste utverka tillstånd av den behöriga myndigheten. Denna föreslås vara vederbörande ministeriet, som enligt värdepappersmarknadslagen beviljar koncession också för fondbörsverksamhet och enligt optionshandelslagen för optionsföretagsverksamhet. Förslaget stämmer såle-

des överens med den övriga lagstiftningen om finansmarknaden.

Enligt det föreslagna stadgandet behövs tillstånd för bedrivande av clearingorganisationsverksamhet, däremot inte för grundande av en clearingorganisation. Olovligt bedrivande av sådan verksamhet föreslås i 8 kap. 2 a § vara straffbart. En clearingorganisation skall således skaffa tillstånd innan den inleder clearingverksamhet. Koncessionskravet och kriminaliseringen baserar sig på de definitioner av begreppen clearingverksamhet och clearingorganisation som föreslås i lagens 1 kap. Om en sammanslutning utan tillstånd bedriver sådan clearingorganisationsverksamhet som avses i 1 kap. 4 § 2 mom., kan de för verksamheten ansvariga personerna dömas till straff.

Eftersom det inte tidigare har förutsatts något särskilt tillstånd för clearingverksamhet, måste också Finlands Värdepapperscentral Ab som för närvarande bedriver clearingverksamhet ansöka om koncession enligt den föreslagna lagen. Samtidigt skall bolaget ansöka om att få sina stadgar fastställda. Det förutsätts härvid uppfylla de krav som ställs enligt den föreslagna lagen samt enligt stadganden och bestämmelser som utfärdas med stöd av den.

Koncessionskravet kan naturligtvis utsträckas endast till clearingverksamhet som bedrivs i Finland. På grund av datateknikens utveckling kan det emellertid vara svårt att avgöra var clearingverksamheten egentligen försiggår. Motsvarande problem kan uppkomma också när det gäller fondbörsverksamhet. Tillstånd att bedriva fondbörsverksamhet behövs i det fall att de datanätdelar som behövs för avsluten finns hos en enhet i Finland. Om endast terminalanslutningar till nätet finns i Finland är det inte fråga om fondbörsverksamhet som bedrivs i Finland. Denna distinktion är motiverad också när det gäller att avgöra om det behövs tillstånd för verksamheten. Koncession enligt den föreslagna lagen behövs således för clearingverksamhet, om denna bedrivs genom ett datasystem vars centrala delar finns i Finland. Enligt internationella avtal som är förpliktande för Finland kan det inte förhindras att finländska bolag deltar i clearingverksamhet utomlands t.ex. genom dataterminaler som tillhandahålls av någon utländsk clearingorganisation.

På clearingen skall i allmänhet tillämpas samma lands lag som på värdepappershan-

deln. Utgångspunkten är den att finsk lag tillämpas på värdepappershandel som skall clearas enligt de föreslagna stadgandena. Enligt 3 § lagen om tillämplig lag vid lösöresköp av internationell karaktär (387/1964) kan köparen och säljaren emellertid ingå ett giltigt avtal om att köpet skall vara underkastat ett visst lands lag. Lagen gäller även värdepappersköp, med den tillämpas inte på affärer mellan en näringsidkare och en konsument. I lagens 4 § 3 mom. finns ett särskilt tolkningsstadgande som gäller börsverksamhet. Enligt lagrummet skall i fråga om köp på börs eller auktion tillämpas lagen i det land där börsen finns eller auktionen förrättas. Parterna i värdepappersköp som avslutas inom offentlig handel är utan undantag näringsidkare.

Genom överenskommelser mellan parterna och genom självregleringen är det således möjligt att bestämma vilken lag som skall tillämpas. Om något annat inte har avtalats särskilt, tillämpas lagen som gäller på den ort där fondbörsen är belägen. Det är inte meningen att dessa lagvalsstadganden skall åsidosättas genom de föreslagna stadgandena. En finländsk clearingorganisation kan i enlighet med investeringstjänstdirektivet och med beaktande av andra internationella förpliktelser erbjuda clearingtjänster till andra medlemsstater inom EU. Utgångspunkten är härvid den att lagstiftningen i värdlandet skall tillämpas på clearingen. Clearingorganisationen skall ha tillräcklig kännedom om värdlandets rättsordning för att dessa mellanhavanden inte skall riskera clearingverksamheten i hemlandet. De myndigheter som deltar i koncessionsprövningen skall därför enligt 2 § noga analysera om den verksamhet som sökanden planerar uppfyller tillförlitlighetskraven, i det fall att sammanslutningen planerar att cleara också andra värdepappersavslut än sådana som görs i Finland och enligt finsk lag.

I paragrafens 2 mom. konstateras för klarhetens skull att om clearing av standardiserade derivatinstrument gäller vad som stadgas i optionshandelslagen. Standardiserade derivatinstrument är inte värdepapper och de hör således inte till tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen. Optionshandelslagens stadganden om clearing av derivatinstrument föreslås inte bli ändrade i detta sammanhang. Enligt det föreslagna kapitlets 5 § får en clearingorganisation bedriva också optionsföretagsverksamhet, om den

skaffar sig sådan koncession som avses i optionshandelslagen.

Enligt 2 kap. 1 § och 2 § 2 mom. optionshandelslagen krävs särskild koncession för clearing av optionshandel. I lagens 1 kap. 2 § 4 punkten och 3 kap. 4 § stadgas om derivatmarknadens särskilda clearingförfarande, som innebär att det genom överlämnande av optionsköp till clearing uppkommer ett ömsesidigt avtalsförhållande till vardera parten i köpet. Koncessionskravet inskränker sig enligt stadgandet inte till clearing enbart av standardiserade derivatinstrument. Ett optionsföretag får visserligen enligt 3 kap. 5 § 1 mom. (741/1993) optionshandelslagen godkänna endast sådana optioner och terminer för clearing, som har lämnats till clearing av en förmedlare eller en marknadsgarant och som grundar sig på köp av optionen i optionsföretaget eller i ett annat optionsföretag vars optionsköp företaget clearar. Dessutom får optionsföretaget på de villkor som bankinspektionen bestämmer också för clearing godkänna sådana standardiserade optioner och terminer, som ett utländskt optionsföretag har lämnat till clearing. Andra optioner och terminer än sådana standardiserade optioner och terminer som avses i denna lag får som investeringsobjekt bjudas ut endast till näringsidkare. Denna begränsning skall gälla närmast OTC-marknaden för derivatinstrument, där avsluten clearas bilateralt mellan det kreditinstitut som bjuder ut sina tjänster och kreditinstitutets kund. Parterna i ett bilateralt derivatavtal bedömer själva varandras kreditvärdighet, vilket innebär att riskfördelningen i ett sådant avtalsförhållande inte förändras på samma sätt som vid clearing enligt optionshandelslagen. Om clearing av andra än standardiserade derivatinstrument emellertid börjar bedrivas av en från parterna fristående clearingorganisation, skall för verksamheten utverkas tillstånd enligt optionshandelslagen. I detta fall skall derivatavtalen standardiseras enligt lagens övriga stadganden. Derivatavtal, dvs. options- och terminsavtal som avses i optionshandelslagen kan för närvarande uppkomma endast på grundval av köp- och säljanbud som givits vid auktion eller därmed jämförbart förfarande. Köpen kan clearas av ett optionsföretag om de uppfyller de krav som optionshandelslagen ställer. Enligt 3 kap 13 § 2 mom. värdepappersmarknads-lagen kan handel om andra än standardiserade derivatavtal regleras i regler om annan

offentlig handel. Det kan härvid t.ex. tillåtas att handel med derivatavtal i stället för genom auktionsförfarande tillåts på något annat än i optionshandelslagen tillåtet sätt. I denna framställning har det inte ansetts nödvändigt att föreslå särskilda stadganden om clearing av andra än standardiserade derivatavtal. Optionshandelslagens 3 kap. 5 § 1 mom. kan senare utsträckas till att gälla clearing också av andra än standardiserade derivatinstrument. Den omständigheten att de frågor som ansluter sig till clearing av derivatinstrument avgörs i optionshandelslagen stämmer överens med den för värdepappersmarknaden och lagstiftningen om denna naturliga indelningen i å ena sidan värdepappersmarknaden och å andra sidan derivatmarknaden.

I och med att marknaden utvecklas kan det uppkomma en situation där det är skäl att sammanföra derivatmarknadens och värdepappersmarknadens clearingfunktioner till en och samma clearingorganisation. Fondbörsens, clearingorganisationens och optionsföretagets möjligheter att bedriva varandras verksamhet har i förslaget förenhetligats så att verksamheten skall kunna organiseras utgående från så effektiva och ändamålsenliga lösningar som möjligt. De krav som härrör från dessa sammanslutningars verksamhet skiljer sig emellertid så pass mycket från varandra att det är motiverat att kräva särskilda koncessioner för respektive verksamhet.

2 §. *Koncession.* I paragrafen stadgas om förutsättningarna för erhållande av koncession för clearingverksamhet samt om ansökningsförfarandet. De krav som ställs i 1 mom. stämmer överens med de krav som ställs på andra sammanslutningar som är verksamma på finansmarknaden.

Koncession för bedrivande av clearingorganisationsverksamhet skall enligt 1 mom. beviljas ett finländskt aktiebolag som uppfyller de krav som ställs i stadgandet, om det inte kan anses strida mot allmänt intresse att verksamheten inleds. Ovan i motiveringen till 1 kap. 4 § 2 mom. redogörs för enligt vilka grunder sammanslutningsformen avgränsas.

En clearingorganisation skall vara finländsk, dvs. ett i Finland registrerat bolag. Hemortskravet skall garantera att de finländska myndigheterna i tillräcklig utsträckning kan övervaka organisationen. Clearingorganisationsverksamheten är inte enhetligt reg-

lerad i EU:s lagstiftning. T.ex. principen om en enda auktorisation eller hemlandstillsyn gäller inte dessa organisationer. Kravet på registrering i Finland och koncession avviker inte från vad som förskrivs i EES-avtalet eller i EU-lagstiftningen. Inte heller andra internationella avtal utgör hinder för att i Finland på tillsynsgrunder kräva att clearingorganisationerna skall vara inhemska. Eftersom det inte längre finns några begränsningar för utlänningars ägande kan utländska sammanslutningar i varje fall förvärva och äga aktier i finländska clearingorganisationer.

En clearingorganisation förutsätts ha tillräckliga ekonomiska verksamhetsförutsättningar. Detta krav måste anpassas till clearingverksamhetens karaktär. Organisationen måste ha resurser att skaffa högklassig data-teknik och anställa kompetens personal för att den skall kunna sköta clearingverksamheten på ett trovärdigt och tillförlitligt sätt. Dessutom måste den kunna garantera en säker clearingverksamhet under hela sin verksamhetstid. Tillförlitligheten i clearingorganisationens verksamhet tryggas i första hand genom de säkerheter som enligt 4 a kap. 7 § avkrävs clearingmedlemmarna. Organisationens solvens kan tillfälligt försvagas t.ex. om den blir tvungen att finansiera en betalningsoförmögen clearingmedlems förpliktelser medan säkerheterna realiseras. Värdet av de affärer som dagligen clearas kan mångfaldigt överstiga värdet av organisationens balansräkning eller egna kapital. Därför är det inte skäl att i lagen bestämma något exakt solvenskrav för clearingorganisationer. Det är betydligt viktigare att säkerställa att clearingorganisationen har en klar plan för hur den skall trygga finansieringen i störningssituationer. För att clearingorganisationens verksamhet skall kunna fortsättas trots att en clearingmedlem inte längre är likvid, måste organisationen också dra försorg om att eventuella förluster täcks.

Det är viktigt att på förhand vidta tillräckliga åtgärder för att trygga en clearingorganisationens likviditet och finansiering. Enligt 3 mom. skall en detaljerad utredning ges om hur likviditeten tryggats. I vissa fall kan clearingverksamhetens tillförlitlighet förutsätta att centralbanken förbinder sig att upprätthålla clearingorganisationens likviditet. En sådan uttrycklig förbindelse skall ges på förhand. Finlands Bank kan naturligtvis själv besluta vilka clearingorganisationer den ger

likviditets- eller finansieringsstöd samt på vilka villkor. Förslaget innebär inte att centralbanken eller andra som eventuellt kan trygga clearingorganisationernas likviditet åläggs nya uppgifter eller förpliktelser. Finlands Bank har redan förbundit sig att delvis trygga Finlands Värdepapperscentral Ab:s likviditet. Om den föreslagna lagen blir verklighet kan sådana arrangemang fortsättas på ett naturligt sätt.

Förlustberedskapen kan bygga t.ex. på förlustdelningsavtal eller försäkringar. Stadgandet om sådana åtgärder föreslås i 4 a kap. 7 §.

Enligt förslaget till 1 mom. skall reglerna för clearingverksamheten ge investerare och clearingmedlemmar ett tillräckligt skydd. Ett liknande krav ställs i 3 kap. 2 § 1 mom. på fondbörsen och i optionshandelslagens 2 kap. 2 § 1 mom. på optionsföretag. Kravet beror på den avgörande roll som en clearingorganisation spelar när det gäller investerarnas och clearingmedlemmarnas riskhantering. Clearingorganisationen måste iakttä strikt opartiskhet. Skyddet av clearingmedlemmarna nämns i stadgandet av den anledningen, att parterna blir tvungna att utan ändringar godkänna de av clearingorganisationen uppgjorda standardavtalen och reglerna. Organisationens regler får inte innehålla oklara föreskrifter genom vilka organisationen överför delar av sitt eget ansvar på clearingmedlemmarna. Värdepappersmarknadens tillförlitlighet förutsätter att ansvarsfördelningen inom clearingverksamheten är möjligast entydigt ordnad. Om en clearingorganisationens regler av någon anledning inte längre erbjuder investerarna och clearingmedlemmarna tillräckligt skydd, kan myndigheterna vidta sådana exceptionella åtgärder som stadgas i föreslagna 3 §.

På grund av de accentuerade tillförlitlighetskrav som ställs på clearingverksamheten skall en organisation som ansöker om koncession påvisa att dess ägarbas och förvaltning inte utgör något hot mot clearingorganisationens verksamhet. En förutsättning för en trygg clearingverksamhet är att organisationen har tillgång till högklassig expertis när det gäller värdepappersaffärer och därmed sammanhängande juridiska frågor. Clearingorganisationen får inte försöka skaffa sig större marknadsandelar genom att ta medvetna risker eller ge avkall på säkerheten. Det föreslagna stadgandet uppställer kravet att den utredning som koncessionssö-

kanden och myndigheten själv skaffat om clearingorganisationens planerade verksamhet räcker för att övertyga myndigheten om verksamhetens tillförlitlighet. Enligt stadgandet skall det fästas särskilt avseende vid att clearingorganisationen leds enligt förnuftiga och trygga affärsprinciper (eng. *sound and prudent management*). Uttrycket motsvarar det som i 9 § 3 mom. lagen om värdepappersföretag används om förutsättningarna för kreditinstituts koncession. Detta lagrums ordalydelse faller i sin tur tillbaka på det andra bankdirektivets artikel 5 och investeringstjänstdirektivets 9 artikel om s.k. ägar kontroll av kreditinstitut och värdepappersföretag.

Flera internationella rekommendationer går ut på att clearingverksamheten i varje land skall förläggas till en enda nationell clearingorganisation. Med tanke på clearingverksamhetens effektivitet måste konkurrensen emellertid tryggas på lagnivå. Detta innebär att en clearingorganisation inte helt kan negligera sina kunders krav. Ingen clearingorganisation får således en lagstadgad monopolställning ens inom en viss delmarknad. De effektivitetsfördelar som kan uppnås genom centralisering av clearingverksamheten kan givetvis i förening med de ekonomiska satsningar som clearingverksamheten förutsätter vara ägnade att minska benägenheten att försöka etablera sig i branschen. Om det uppkommer konkurrens, måste myndigheterna noggrant övervaka att konkurrerande clearingorganisationer inte använder sig av metoder som strider mot allmänt intresse. Organisationerna får således inte ge avkall t.ex. på sin datorkapacitet eller på sina säkerhetskrav, för att till sina system kunna locka över kunder med förmånliga priser. Inte heller en lindrig självreglering kan godtas som konkurrensmetod. Clearingorganisationernas verksamhet berörs också av lagen om konkurrensbegränsningar (480/1992), som har ett vidsträckt tillämpningsområde. Med stöd av lagen kan konkurrensverket ingripa i monopolprissättning, karteller, prissättning som underskrider självkostnadspriset samt i andra förfaranden som inverkar negativt på konkurrensen.

Tillstånd skall inte beviljas en clearingorganisation vars verksamhet kan rubba stabiliteten på värdepappersmarknaden. Tillstyrkande av en ny koncessionsansökan återverkar alltid också på tryggheten, tillförlitligheten och ändamålsenligheten i den med

tanke på samhällsekonomins och värdepappersmarknadens utveckling viktiga marknadsstrukturen. Eventuella missförhållanden i anslutning till en enda clearingorganisationens verksamhet kan äventyra det förtroende som andra clearingorganisationer åtnjuter och därmed hela värdepappersmarknadens utveckling. Av dessa orsaker föreslås som en tilläggsförutsättning för beviljande av koncession, att inledande av clearingverksamheten inte strider mot allmänt intresse. Myndigheterna får emellertid inte på osakliga grunder begränsa konkurrensen inom clearingverksamheten. Motsvarande förutsättning gäller enligt 3 kap. 2 § 1 mom. fondbörsen och enligt optionshandelslagens 2 kap. 2 § 1 mom. optionsföretag.

Utgångspunkten för lagstiftningen är att förhindra att icke-seriösa sammanslutningar börjar bedriva clearingverksamhet. Endast tillräckligt solventa sammanslutningar kan bedriva en långsiktig och trovärdig clearingverksamhet. Av denna anledning uppställs för en clearingorganisation enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. uttryckliga krav på det egna kapitalet. De risker som förekommer i en clearingorganisationens verksamhetsmiljö kan, i likhet med behovet att trygga verksamhetsförutsättningarna, jämföras med ett kreditinstituts verksamhet. Enligt 13 § kreditinstitutslagen förutsätts ett kreditinstitut ha ett grundkapital som motsvarar 5 miljoner ecu. Detta krav baserar sig på artikel 4 i det andra bankdirektivet. Ett kreditinstituts kapital skall emellertid alltid uppgå till minst 30 miljoner mark. Optionsföretag som clearar optionsaffärer förutsätts ha ett aktie- eller andelskapital om minst 10 miljoner mark. På grund av skillnaderna i marknadernas storlek är den verksamhet som bedrivs av en clearingorganisation som inriktar sig på värdepapper sannolikt mera omfattande än ett optionsföretags clearingverksamhet, även om clearingorganisationen skulle inrikta sig på en enda delmarknad. En clearingorganisation som inleder sin verksamhet med ett litet grundkapital skulle väcka uppmärksamhet bland utländska clearingmedlemmar. Å andra sidan finns det ingen orsak att kräva att clearingorganisationer skall ha större aktiekapital än kreditinstitut, för vilka kapitalkraven fastställs i det andra bankdirektivet. Därför förutsätts att en clearingorganisation i sin helhet inbetalda aktiekapital skall uppgå till minst 30 miljoner mark. Detta krav hindrar inte att apportkapital tillförs

bolaget. De ändringar i lagen om aktiebolag som grundade sig på EES-avtalet har skärpt bedömningskriterierna när det gäller apportegendom så pass mycket att risken för att kapitalkraven skall kringgåas genom apportarangemang minskar.

En clearingorganisations aktiekapital skall under hela den tid organisationen är verksam hållas på den nivå som stadgandet förutsätter. Minimikapitalet är nödvändigt för skapandet av det databehandlings-, säkerhets- och ansvarssystem som clearingverksamheten förutsätter. Eftersom avsikten med kapitalkravet 30 miljoner mark är att trygga uttryckligen clearingverksamhetens kontinuitet, måste clearingorganisationen uppfylla kravet för sitt eget vidkommande och oberoende av de krav som skall uppfyllas enligt lagstiftningen i övrigt. Om en sammanslutning t.ex. har koncession för clearingverksamhet både som clearingorganisation och som optionsföretag, måste den uppfylla kapitalkravet för båda sammanslutningsformererna.

Om ansökningsförfarandet stadgas i paragrafens 3 mom. Enligt det skall sökanden till sin ansökan foga en detaljerad utredning om hur clearingverksamheten skall organiseras, om riskhanteringssystemet samt om hur clearingorganisationens likviditet skall tryggas. Dessa utredningar behövs för att myndigheterna skall kunna bedöma den planerade verksamhetens tillförlitlighet och effektivitet. Utredningarna skall i detalj behandla sådana omständigheter som är av central betydelse för verksamheten, t.ex. data- och kommunikationssystemen. I samband med koncessionsansökan skall organisationen också lägga fram en heltäckande beredskapsplan. I den skall redogöras för hur clearingorganisationens verksamhet skall ordnas t.ex. i samband med störningar i data- och kommunikationssystemen. Dessutom måste organisationen vara beredd på att utredningen skjuts upp. Av riskhanteringsutredningen måste det åtminstone framgå hur clearingorganisationens kreditförluster och likviditetsproblem skall begränsas i det fall att någon viktig clearingmedlem inte kan uppfylla sina förpliktelser. Denna rekommendation hör till de minimikrav som Internationella avvecklingsbanken (BIS) uppställer i sin s.k. Lamfalussy-rapport rörande de internationella nettningssystemen. I riskhanteringsutredningen skall det dessutom redogöras för hur de med olika funktioner i organisationens

verksamhet sammanhängande riskerna särskiljs från varandra i det fall att den samtidigt bedriver verksamhet som t.ex. clearingorganisation och optionsföretag.

En clearingorganisation skall dessutom syfta till att clearingen kan slutföras inom föreskriven tid, oberoende av eventuella störningar. Clearingorganisationen skall fortgående ge akt på clearingmedlemmarnas öppna systemrisker samt överhuvudtaget följa clearingmedlemmarnas ekonomiska situation. Dess organisation, beslutssystem och beredskapssystem skall vara ändamålsenliga också från riskhanterings synpunkt. Alla dessa omständigheter skall framgå av riskhanteringsutredningen. För dessa utredningarna svarar det sökande bolagets operativa ledning, som således skall förbinda sig att beakta riskerna inom verksamheten i dess helhet. Enligt föreslagna 12 § kan vederbörande ministeriet utfärda närmare föreskrifter om upprättandet av koncessionsansökningarna samt om de utredningar som skall fogas till dem.

Vederbörande ministeriet ges rätt att anlita i förhållande till ministeriet och tillsynsmyndigheterna utomstående sakkunniga för utredning av sådana till ansökan anslutna frågor som förutsätter specialsakkunskap. Genom utredningarna förbättras verksamhetens tillförlitlighet. Sakkunniga kan behövas t.ex. för bedömning av de ekonomiska verksamhetsförutsättningarna eller datasystemet. Sannolikt behövs det dessutom utredningar åtminstone i sådana fall då clearingverksamheten har förgreningar utomlands och till utländska rättssystem. Sökandeorganisationen svarar för de kostnader som specialutredningarna orsakar. Innan utredningen inhämtas måste vederbörande ministeriet naturligtvis fråga sökanden om denna vill hålla ansökan i kraft trots tilläggskostnaderna för utredningen.

Tillförlitligheten och effektiviteten i en clearingorganisations verksamhet måste kunna bedömas tillräckligt ingående. Verksamheten har nämligen en stor betydelse för hela värdepappersmarknadens utveckling. Av dessa orsaker föreslås att Finlands Banks och finansinspektionens utlåtande skall inhämtas om koncessionsansökan. Clearingorganisationen förutsätts ha goda kontakter med betalningsförmedlingssystemet, som centralbanken skall främja och underlätta. De sammanslutningar som deltar i clearingverksamheten står under finansinspektionens

tillsyn. Om den verksamhet som sökanden planerar har beröringspunkter med värdeandelssystemet, måste utlåtande vid behov inbegäras från värdepapperscentralen som är ansvarig för övervakningen och utvecklingen av systemet. Även om endast en del av sökandeorganisationens verksamhet gäller clearing av värdeandelar, måste värdepapperscentralen vid behov kunna uttala sig också om verksamheten som en helhet. Förfarandet med utlåtanden får inte onödigt bromsa handläggningen av koncessionsansökningar. För vederbörande ministeriet uppställs därför endast skyldighet att begära utlåtanden från de myndigheter som nämns i stadgandet. Om dessa inte inom den tid som ministeriet bestämt ger något utlåtande om ansökan, kan ministeriet fatta beslut om saken också utan utlåtanden. Att utlåtanden fås in är således inte någon förutsättning för att koncession skall beviljas. Den myndighet som behandlar koncessionsansökan skall i enlighet med allmänna förvaltningsprinciper avgöra ärendet utan dröjsmål, men först efter att ha fått tillräcklig utredning. Av denna orsak har det inte ansetts nödvändigt att utsetta någon särskild tidsgräns för beslutsfattandet.

Enligt paragrafens 4 mom. kan vederbörande ministeriet uppställa begränsningar och villkor för beviljande av koncession. Villkoren kan gälla t.ex. begränsning av en clearingorganisationens verksamhet till endast en del av den affärsverksamhet som avses i koncessionsansökan. Bemyndigandet att begränsa koncessionen och uppställa villkor för den motsvarar bl.a. det bemyndigande som finansministeriets har enligt 11 § kreditinstitutslagen.

Förfarandet som avses i den föreslagna paragrafen skall iakttas också i det fall att en clearingorganisation ansöker om ändring av en redan beviljad koncession eller av koncessionsvillkoren.

3 §. *Återkallande av koncession samt begränsning eller avbrytande av clearingverksamhet.* I paragrafen stadgas om de åtgärder som myndigheterna kan rikta mot en clearingorganisation i undantagssituationer. Vederbörande ministeriet bemyndigas att vid behov återkalla en clearingorganisationens koncession, begränsa den verksamhet som koncessionen avser samt avbryta clearingverksamheten.

I paragrafens 1 mom. fastställs principerna för återkallande av en clearingorganisationens

koncession. Koncessionen kan återkallas om organisationen i sin verksamhet väsentligt har åsidosatt myndighetsnormer eller brutit mot bolagsordningen, självregleringen eller koncessionsvillkoren. Avsikten med de i kapitlets 2 § uppställda förutsättningarna för beviljande av koncession är att säkra clearingverksamhetens tillförlitlighet. Av denna anledning skall clearingorganisationen uppfylla koncessionsförutsättningarna under hela den tid som den är verksam. Koncessionen kan således återkallas om förutsättningarna inte längre uppfylls. Ett återkallande kan bli aktuellt t.ex. då clearingorganisationens ägarbas eller förvaltning har undergått en sådan förändring att det inte längre finns några garantier för clearingverksamhetens tillförlitlighet. Naturligtvis kan koncessionen återkallas också om clearingorganisationen har trätt i likvidation, försatts i konkurs eller undergår företagssanering.

Med lag, förordning och myndighetsbestämmelser avses i stadgandet, utöver lagstiftningen om värdepappersmarknaden, de allmänna normer som reglerar en clearingorganisationens affärsverksamhet, t.ex. aktiebolags- och bokföringslagstiftningen. Återkallande av koncessionen kommer närmast i fråga som påföljd för brott mot någon norm. Avsikten med ett beslut om återkallande av koncessionen är dessutom att trygga marknaden och skydda investerarna. Av denna anledning kan en sådan åtgärd vidtas också då överträdelsen inte på något sätt kan påvisas bero på klandervärt förfarande.

Ett återkallande av koncessionen inverkar direkt på värdepappersmarknadens funktion samt på clearingmedlemmarnas och investerarnas ställning. Därför kan ett sådant beslut fattas endast i exceptionella situationer. Eftersom återkallande av koncessionen är en extrem åtgärd räcker det i lindriga fall med att tillsynsmyndigheten ger en anmärkning eller varning.

Enligt sista meningen i paragrafens 1 mom. har vederbörande ministeriet prövningsrätt. Avsikten är att beslut om återkallande skall fattas endast då det är absolut nödvändigt. Ministeriet kan i stället för att återkalla koncessionen nöja sig med att begränsa clearingorganisationens koncessionssenliga verksamhet, i det fall att en sådan begränsning under de rådande förhållandena anses vara en tillräcklig åtgärd. I allmänhet kan begränsning av verksamheten anses vara ett lindrigare alternativ än återkallande av

koncessionen.

Paragrafens 2 mom. gäller vederbörande ministeriets rätt att begränsa en clearingorganisationens verksamhet. Stadgandet motsvarar 2 kap. 3 § 2 mom. i optionshandelslagen. Ministeriet kan utnyttja detta bemyndigande när det har konstaterats oskicklighet eller oförsiktighet i verksamheten. T.ex. om en clearingorganisation har gjort stora förluster kan det vara motiverat att begränsa den förlustbringande verksamheten. En förutsättning är att det föreligger tillräcklig utredning om oskickligheten eller oförsiktigheten. Sådant kan framgå t.ex. av clearingorganisationens revisionsberättelse eller också kan tillsynsmyndigheten inhämta informationen genom sin granskningsverksamhet.

Ett begränsningsbeslut kan fattas också i det fall att verksamheten anses äventyra stabiliteten på finansmarknaden eller investerarnas eller clearingmedlemmarnas fördel. En situation som förutsätter ett begränsningsbeslut kan uppkomma då clearingorganisationens likviditet är hotad eller då någon av verksamhetens risker hotar att falla ut. På denna grund kan bemyndigandet användas om t.ex. den sakkunskap som organisationens anställda besitter, den inom clearingverksamheten tillgängliga datorkapaciteten eller nivån på riskhanteringssystemen av en eller annan orsak inte längre räcker till. Begränsningsbeslutet kan avse vilken del av clearingorganisationens verksamhet som helst. Det förutsätts vara uppenbart att stabiliteten på finansmarknaden eller investerarnas eller clearingmedlemmarnas fördel är hotad. Eftersom också en begränsning av verksamheten kan ha en avgörande inverkan på clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas ställning, kan ett begränsningsbeslut fattas endast i exceptionella situationer.

Sådana beslut som avses i 1 och 2 mom. förutsätter ingen formell framställning från finansinspektionen eller någon annan myndighet. I praktiken kommer behovet att återkalla en koncession eller begränsa verksamheten sannolikt uttryckligen att aktualiseras i samband med tillsynsmyndigheternas verksamhet. Finlands Bank och finansinspektionen kan således då de konstaterar förseelser göra framställning till vederbörande ministeriet om att en koncession skall återkallas eller verksamheten begränsas. Ärendet kan dock bli anhängigt hos ministeriet också på en marknadsparts eller ministeriets eget initiativ. Myndigheterna skall i varje fall sam-

arbeta för att minska de negativa verkningarna av dessa exceptionella åtgärder. Enbart det remissförfarande som används i ansökningsärenden kan i exceptionella situationer inte anses vara en tillräckligt effektiv form för myndighetssamarbetet. Av denna anledning skrivs remissförfarandet inte in i paragrafen. Före beslutsfattandet bör vederbörande ministeriet informera Finlands Bank och finansinspektionen.

Enligt paragrafens 3 mom. kan vederbörande ministeriet på framställning av finansinspektionen bestämma att en clearingorganisation skall avbryta sin verksamhet, då någon verksamhetsstörning äventyrar investerarnas eller clearingmedlemmarnas intressen. Clearingverksamheten kan störas t.ex. på grund av en katastrof, statlig instabilitet eller någon okontrollerbar marknadsstörning. Det ligger i allmänhet i clearingmedlemmarnas och investerarnas intresse att clearingverksamheten också i en störningssituation upprätthålls så långt som möjligt. Clearingen måste emellertid i allvarliga krissituationer kunna avbrytas, om detta intresse äventyras. Beroende på förhållandena kan ett beslut om saken fattas antingen för viss tid eller tills vidare. För att de negativa verkningarna av beslutet skall kunna minskas föreslås att vederbörande ministeriet bestämmer hur clearingverksamheten skall ordnas under avbrottstiden.

Alternativet att avbryta clearingverksamheten kan användas som en självständig skyddsmetod. Det kan emellertid förekomma så allvarliga olägenheter eller missbruk i en clearingorganisationens verksamhet att det inte med tillsynsåtgärder. I så fall kan alternativet att avbryta clearingorganisationens verksamhet tillgripas också som en förberedande åtgärd, innan koncessionen återkallas.

De verkningar som är förenade med ett avbrytande av clearingverksamheten kan anses jämförliga med verkningarna av de övriga exceptionella åtgärder som avses i paragrafen. Också ett beslut om avbrytande av verksamheten skall således fattas endast på tillräckligt vägande grunder. Den slutliga beslutanderätten tillkommer också i fråga om dessa åtgärder vederbörande ministeriet, men ministeriet kan fatta beslut om saken endast på framställning av finansinspektionen. Beslutsförfarandet avviker från övriga fullmaktstadganden i den bemärkelsen att det bemyndigande som nämns i 3 mom. är avsett att utnyttjas i första hand i krissitua-

tioner. I en sådan situation har den myndighet som övervakar finansmarknaden och är berättigad att få information de bästa möjligheterna att bedöma i vilket skede det är nödvändigt att vidta en exceptionell åtgärd. Stadgandet hindrar inte clearingorganisationen att i sina regler föreskriva om avbrytande av clearingverksamheten. Sådana föreskrifter är bindande för clearingmedlemmarna på samma sätt som annan självreglering.

De föreslagna fullmaktstadgandena skiljer sig inte väsentligt från dem som gäller fondbörsen och optionsföretag. Det kan bli aktuellt att justera och koordinera stadgandena i samband med en eventuell översyn av beredskapslagstiftningen om finansmarknaden. Stadgandenas effektivitet när det gäller att trygga finansmarknadens stabilitet kan då bedömas mot bakgrund av de senaste kriserfarenheterna på området.

4 §. *Clearingorganisationens regler.* Den föreslagna lagen har ett tämligen vidsträckt tillämpningsområde. Definitionerna av begreppen clearingverksamhet och clearingorganisationsverksamhet kan tillämpas på flera olika verksamhetsformer. Det är inte meningen att begränsa dem genom lagstadganden. Lagen stadgar endast om grunderna och de viktigaste principerna. Definitionen av clearingorganisationsverksamhetens karaktär och innehåll hänskjuts avsiktligt till reglering på en lägre hierarkisk nivå än en lag samt till clearingorganisationens självreglering. Det viktigaste elementet i denna självreglering är de regler som clearingorganisationen har upprättat.

Självregleringen grundar sig på ett privaträttsligt avtalsarrangemang, där de parter som förbinder sig att iaktta regleringen för sig själva och andra deltar i regleringen godkänner vissa rättigheter och skyldigheter. Självregleringsnormerna kan vara strängare än lagens stadganden. De anger vanligen endast minimikrav för verksamheten. Då parterna förbinder sig att iaktta självregleringen godkänner de också de däri ingående sanktionsbestämmelserna. Clearingorganisationens verksamhet är likväl inte avsedd att vara någon privat företagsamhet i egentlig mening. Clearingverksamheten och de regler som styr den betjänar i första hand värdepappersmarknaden och allmänt intresse, trots att det i förslaget anses vara ändamålsenligt att låta privaträttsliga sammanslutningar sköta clearingverksamheten. I detta avseende är en clearingorganisation jämförbar med en

fondbörs och ett optionsföretag.

Framförallt från marknadsaktörernas synpunkt är det viktigt att clearingen av värdepapperstransaktioner sker under trygga former. I praktiken är det marknadsaktörerna som har de bästa förutsättningarna att bedöma clearingverksamhetens risker. Genom självregleringen kan marknadsparterna ingripa i olägenheter snabbare och effektivare än den offentliga makten som är bunden av sina normer. Uppgörandet av de detaljerade reglerna för clearingverksamheten kan med fog överlåtas på den organisation som bedriver verksamheten. I förslaget till 1 mom. uppställs för clearingorganisationen därför skyldigheten att upprätta regler för clearingverksamheten. Eftersom reglerna emellertid normerar de i clearingen deltagandes ansvar och skyldigheter är det nödvändigt att de underställs en myndighet. För att säkerställa att reglerna är betryggande och skäliga skall vederbörande ministeriets fastställelse utverkas. Enligt statsrådets uppgiftsfördelning ankommer det på finansministeriet att behandla och ansvara för ärenden som gäller finansieringssystemet. Innebörden av detta ansvar förtydligas genom clearingorganisationens självregleringsplikt samt genom fastställelseförfarandet. En faktor som ökar clearingverksamhetens tillförlitlighet är att myndigheterna prövar lagligheten av de avgöranden som reglerna innefattar. Det är på så sätt möjligt att eliminera eventuella senare oklarheter vid tillämpningen. Genom fastställelseförfarandet är det emellertid inte möjligt att undanröja alla möjligheter till meningsskiljaktigheter mellan clearingorganisationen och clearingmedlemmarna. Tvister som härrör från självregleringen avgörs i allmän domstol eller på något annat sätt som självregleringsparterna avtalar om, t.ex. vid skiljemannaförfarande.

För att clearingreglerna skall kunna bedömas tillräckligt ingående måste tillsynsmyndigheternas utlåtanden begäras om ansökningar som gäller fastställelse av reglerna eller ändringar i dem. Värdepapperscentralen måste kunna uttala sig om clearingorganisationens regler som en helhet, på samma sätt som om en koncessionsansökan, om verksamheten inbegriper clearing av värdeandelar. Vid behov skall också vederbörande fondbörsens utlåtande begäras. Då clearingorganisationens regler gäller betalningsrörelsen i samband med clearingen är det motiverat att också Finlands Banks utlå-

tande inbegärs. En omständighet som talar för att centralbanken skall ges rätt att uttala sig om saken är också att centralbanken har till uppgift att främja stabiliteten i finansieringssystemet och övervaka t.ex. de risker som förekommer inom systemet. Skyldigheten att begära in utlåtanden motsvarar således den skyldighet som enligt 2 § 3 mom. gäller i fråga om koncessionsansökningar.

I samband med sin prövning av reglerna skall myndigheterna också ta ställning till frågan om hur internationell praxis och internationella rekommendationer beaktas i clearingorganisationens verksamhet. Samtliga rekommendationer kan inte som sådana tillämpas på den finländska värdepappersmarknaden, som är relativt liten. De förfaranden som gäller inom clearingverksamheten skall i första hand anpassas till den inhemska verksamhetsmiljön. Om en förutsättning för en effektiv, tillförlitlig och trygg verksamhet är att det görs avvikelser från förfaranden som är planerade för den internationella marknaden, måste det finnas möjligheter att göra undantag från de internationella rekommendationerna.

Med en clearingorganisationens regler avses inte dess associationsrättsliga regler, t.ex. bolagsordningen. Skyldigheten att upprätta sistnämnda regler följer av annan lagstiftning. Clearingorganisationens regler skall däremot innehålla närmast procedurnormer. Dessa ligger till grund för clearingorganisationens clearingförfarande, som skall beskrivas så noggrant som möjligt i reglerna. I funktionellt hänseende motsvarar reglerna således de regler som fondbörserna och optionsföretagen har.

I den föreslagna paragrafens 2 mom. räknas upp ett antal omständigheter som ansluter sig till en clearingorganisationens verksamhet och som reglerna åtminstone skall ta upp.- För det första skall reglerna innehålla föreskrifter om vilka typer av värdepappersavslut och andra överlåtelser som clearingorganisationens verksamhet omfattar (1 punkten). Enligt 2 punkten skall reglerna innehålla föreskrifter om hur och när clearingverksamheten ordnas. Med det först nämnda kravet avses föreskrifter om clearingssystemets tekniska detaljer, t.ex. datasystemet och användningen av därtill anslutna arbetsstationer. Med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet är det synnerligen viktigt att reglerna innehåller föreskrifter av detta slag, eftersom det enligt 8 § 2 mom. är

möjligt att såsom clearingmedlemmar godkänna också värdepappersförmedlare som inte har något fast verksamhetsställe i Finland. Momentets 2 punkt innebär att clearingorganisationen måste fastställa tillräckligt noggranna tidpunkter för clearingåtgärderna. I reglerna kan således räknas upp de helg- och fridagar då clearingorganisationen inte ordnar clearing. Likaså kan det fastställas en tidtabell enligt vilken det ordnas daglig maskinkörning i samband med clearing. Lagrummet ställer inga tidsmässiga gränser för clearingorganisationens verksamhet. Stadgandet tillåter att verksamheten ordnas t.ex. kontinuerligt så att systemet hålls öppet för clearing av avslut dygnet om.

I reglerna skall vidare föreskrivas hur och på vilka grunder medlemskap beviljas (3 punkten). Om de allmänna förutsättningarna för medlemskap stadgas i 8 §. I sina regler skall clearingorganisationen beakta också vederbörande ministeriets beslut i enlighet med 12 § 3 punkten.

Reglerna skall också innehålla föreskrifter om hur förpliktelserna definieras och fastställs (4 och 5 punkten) samt om clearingorganisationens ansvar (6 punkten). Enligt de allmänna självregleringsprinciperna är det inte möjligt att i en clearingorganisationens regler öka förpliktelserna eller minska rättigheterna för parter som inte har förbundit sig att iaktta reglerna. Föreskrifter som gäller definition, fastställelse och uppfyllande av förpliktelser är i första hand bindande endast för clearingmedlemmarna. Värdepappersförmedlare som är parter i värdepappersaffärer men som inte är clearingmedlemmar, kan låta en clearingmedlem sköta clearingen av sina avslut. Clearingmedlemmen skall i så fall försäkra sig om att förmedlaren förbinder sig att iaktta clearingorganisationens regler samt de i dem ingående föreskrifterna om hur förpliktelserna skall hanteras. Den som är kund hos en värdepappersförmedlare står för sin del enligt kommissionshandelsprinciperna i avtalsförhållande till förmedlaren. I enlighet med god värdepappersförmedlingssed skall värdepappersförmedlaren underrätta kunden om sådana punkter i reglerna som är väsentliga för kundens ställning, om ett avslut som har gjorts för kundens räkning skall clearas av en clearingorganisation. Regler som gäller förpliktelser är synnerligen viktiga t.ex. då clearingförfarandet inbegriper sådan avräkning av förpliktelser som avses i lagen om vissa villkor vid

värdepappers- och valutahandel. Clearingverksamheten innehåller två centrala element, nämligen leveranserna och likviderna. Clearingorganisationens verksamhet och därmed också dess regler skall inbegripa båda elementen. I reglerna skall därför föreskrivas hur de fastställda förpliktelserna i praktiken fullgöras (7 punkten).

Av reglerna skall vidare framgå inom vilken tid clearingförfarandet skall slutföras, dvs. inom vilken tid förpliktelserna skall fullgöras (7 punkten). Dessutom skall det anges på vilka villkor avvikelser kan göras från denna tid. Genom att clearingtiden förkortas ökas förtroendet för att avsluten blir avvecklade. I lagen föreslås emellertid inget uttryckligt stadgande om clearingtidens längd. I samband med koncessionsprövningen och fastställandet av clearingreglerna skall myndigheten från helhetens synpunkt ta ställning till om den verksamhet som den sökande sammanslutningen planerar uppfyller kraven på säkerhet, tillförlitlighet och effektivitet. Myndigheten skall i sin prövning beakta de särdrag som delmarknaderna uppvisar. T.ex. clearingtiderna förutsätts således inte nödvändigtvis vara lika långa på marknaden för värdepapper i eget respektive främmande kapital. Från effektivitetssynpunkt kan det likafullt bli aktuellt att införa en enhetlig clearingtid. Avgörandet om övergång till en enda tid måste härvid tas på marknaden.

En clearingorganisationens viktigaste uppgift är att trygga en säker och tillförlitlig clearingverksamhet. I förslaget till 7 § uppställs endast allmänna förpliktelser i fråga om åtgärder som syftar till att trygga tillförlitligheten. I clearingorganisationens regler skall tas in närmare föreskrifter om ansvarsfördelningen mellan clearingmedlemmarna (12 punkten), om parternas förpliktelser och om täckande av förlustrisken (10 punkten). I reglerna skall dessutom föreskrivas om säkerheter som skall ställas för clearingverksamheten (9 punkten). Clearingorganisationen skall då den ansöker om koncession utreda för tillståndsmyndigheten hur dess likviditet skall tryggas. Uppgifterna om likviditetstryggande åtgärder hjälper dem som deltar i clearingsystemet att bedöma de risker som ansluter sig till systemet. Likviditetsarrangemangen är ägnade att öka förtroendet för systemet. Av denna anledning skall de nämnas också i clearingorganisationens regler (8 punkten).

Som en säkerhetsfaktor skall i reglerna fastställas de principer som gäller i störningssituationer. Av reglerna skall vidare framgå förfarandet i det fall att en clearingmedlems verksamhet äventyrar clearingverksamheten (11 punkten). En clearingmedlem som orsakar störning måste med stöd av reglerna kunna uteslutas från clearingverksamheten snabbt och utan att övriga parter inntressen äventyras. Även om en clearingmedlems konkursbo ges interventionsrätt med avseende på clearingmedlemmens avtalsförhållanden, kan konkursboet bli part i clearingsystemet endast på samma villkor som en clearingmedlem. I en clearingorganisationens regler kan således på ett sätt som är bindande också för konkursboet bestämmas på vilka grunder en clearingmedlem kan uteslutas från clearingverksamheten. På grund av konkursrättens tvingande karaktär är det visserligen inte möjligt att genom självregleringen avsevärt försämrade konkursborgenärernas ställning i konkursboet jämfört med vad den annars vore enligt lag. Dessutom kan en clearingmedlem och ett konkursbo i enlighet med 8 § hindras att delta i clearingsystemet.

I reglerna skall dessutom föreskrivas att clearingorganisationen kan bestämma tillräckligt effektiva påföljder för parter som bryter mot reglerna (11 punkten). Clearingmedlemmarna skall förmås att strikt följa reglerna t.ex. genom dröjsmålsavgifter. Påföljderna kan jämföras med avtalsvite som clearingmedlemmarna har samtyckt till i och med att de förbundit sig att iakttä reglerna. I clearingorganisationens regler kan tas in bestämmelser också om avbrytande av clearingverksamheten. I reglerna skall också nämnas, hur beslutsfattandet om att komplettera regler har delats mellan styrelsen och verkställande direktören (13 punkten).

En clearingorganisation får enligt förslagen 5 § cleara avtal som gäller värdepapperslån och repor. Dessa verksamhetsformer är således valbara för clearingorganisationen. Om den börjar bedriva någon av dem skall detta enligt 3 mom. nämnas i reglerna. I reglerna kan för det första tas in föreskrifter om clearing av värdepapperslån och repor. Clearingorganisationen kan åta sig clearing endast av sådana avtal i anslutning till värdepapperslån, för vilka finansinspektionen har godkänt villkoren. Härvid skall den sköta den riskhantering som sammanhänger med clearing. Clearingen av värdepapperslån

och repor kan också annars påverka en clearingorganisations verksamhet. Därför är det motiverat att låneverksamheten tas med i clearingorganisationens regler, om denna bedriver clearing av låneavtal och repor.

I lagrummet nämns för det andra sådan avräkning av förpliktelser som avses i lagen om vissa villkor vid värdepappers- och valutahandel. I lagen uppställs ingen förpliktelse att använda netting, utan clearingorganisationen kan välja om den utnyttjar de möjligheter som nämnda lagen medger. Om clearingorganisationen tar i bruk ett sådant bindande förfarande som avses i nämnda lagen kan förfarandets rättsverkningar, ansvarsförhållanden och bindande verkan härledas direkt ur lagen.

I paragrafens 4 mom. stadgas om vederbörande ministeriets befogenheter att ingripa i självregleringen av clearingverksamheten. Fastställelseförfarandet innebär att myndigheterna tar på sig en del av ansvaret för reglernas utformning. Vederbörande ministeriets beslut att fastställa reglerna kan jämföras med rätten att utfärda administrativa författningar, även om självregleringen är privaträttslig till sin natur. Detta beror på att en clearingorganisations regler är förpliktande för clearingmedlemmarna och de övriga parterna inom clearingsystemet. Myndigheterna, bl.a. finansinspektionen, övervakar iakttagandet av reglerna som har en avgörande betydelse för investerarskyddet. Dessa myndighetsbefogenheter skall garantera den offentliga maktens påverkningssmöjligheter i en situation där det inte är ändamålsenligt att i detalj stadga om clearingförfarandet på lagnivå.

Enligt stadgandet har vederbörande ministeriet för det första rätt att bestämma att reglerna skall ändras eller kompletteras. Denna befogenhet är nödvändigt som en garanti för att reglerna är ändamålsenliga. Ett motsvarande stadgande ingår i 2 kap. 6 § 2 mom. optionshandelslagen. En förutsättning för att värdepappersmarknaden skall fungera tillförlitligt är att clearingreglerna håller en hög standard. Även om det är skäl att låta marknaden själv bära huvudansvaret för regleringen av clearingverksamheten, måste myndigheterna ha möjlighet att effektivt ingripa i verksamhet som äventyrar förtroendet för värdepappersmarknaden. De befogenheter som följer av det föreslagna momentet utgör delvis en garanti för myndigheternas möjligheter att påverka normer som är betydelse-

fulla från finansmarknadens synpunkt. Clearingreglernas innehåll kan enligt förslaget endast i undantagsfall ändras genom myndigheternas bestämmelser. Utgångspunkten är den att reglernas utformning skall kontrolleras redan i samband med fastställelseförfarandet.

Ännu exceptionellare är den möjlighet som vederbörande ministeriet enligt andra meningen i 4 mom. har att bestämma om förfarandet vid clearingverksamheten. Denna befogenhet skall endast av synnerligen vägande skäl utnyttjas t.ex. i en situation där normerna om clearingverksamheten inte är tillräckliga, på grund av att en ansökan om fastställelse av reglerna har avslagits. Regeln kan tillämpas endast i det fall att en viktig allmän fördel kräver att sådan clearingverksamhet som föreskrifterna avser skall ordnas. Ministeriet kan givetvis inte ålägga en enskild clearingorganisation eller en sammanslutning av sådana organisationer att bedriva clearingverksamhet av det slag som denna undantagsbestämmelse avser. Om sådan clearingverksamhet dock bedrivs skall den ordnas i enlighet med vederbörande ministeriets beslut.

De myndighetsbefogenheter som avses i föreslagna 4 mom. är synnerligen omfattande. Möjligheterna att utnyttja befogenheterna begränsas emellertid av de krav som allmänt intresse ställer samt av åtgärdernas exceptionella karaktär. I beslut om sådana befogenheter kan ändring sökas på samma sätt som när det gäller andra myndighetsåtgärder.

5 §. *Clearingorganisationens affärsverksamhet.* Paragrafen stadgar om annan än clearingverksamhet som är tillåten för en clearingorganisation. Med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet är det viktigt att i lagen begränsa en clearingorganisations möjligheter att bedriva verksamhet som kan äventyra clearingverksamheten. Den skall inskränka sig till att bedriva endast sådan annan verksamhet som ansluter sig till clearingorganisationsverksamheten. I clearingorganisationens koncessionsvillkor, bolagsordning och regler föreskrivs närmare om vilka för en clearingorganisation tillåtna verksamhetsformer som en enskild clearingorganisation får bedriva. I det föreslagna stadgandet nämns alla de verksamhetsformer som en clearingorganisation får bedriva utöver sådan verksamhet som avses i 1 kap. 4 § 2 mom. Stadgandet motsvarar det som i gällande lag om värdepappersföretag stadgas om verk-

samhetsformer som är tillåtna för värdepappersföretag. I lagens 3 § definieras värdepappersföretagets huvudsakliga verksamhet, dvs. tillhandahållande av investeringstjänster. På motsvarande sätt räknas i 16 § upp de tjänster som ett värdepappersföretag får erbjuda utöver investeringstjänster.

I paragrafens 1 mom. räknas de närliggande tjänster upp som clearingorganisationer får tillhandahålla. För det första får en clearingorganisation cleara avtal om värdepapperslån och repor (1 punkten). Som ett villkor för denna verksamhet uppställs att finansinspektionen har godkänt villkoren i de avtal som clearas. Avtalen definieras i föreslagna 4 kap. 5 a § 3 mom. I detaljmotiveeringen till lagrummet ges en närmare beskrivning av avtalens juridiska karaktär. Avtal om värdepapperslån och repor inbegriper överlåtelser genom vilka också äganderätten till värdepapperen överförs. Dessa överlåtelser skiljer sig inte i egentlig mening från andra överlåtelser som clearas inom clearingorganisationens system. Det är emellertid skäl att lägga märke till att avtal om värdepapperslån och repor innebär att två omvända överlåtelser sammankopplas. Avtalen är därför i stor utsträckning förenade med säkerhetsförvaltning och uppföljning av de omvända transaktionerna. Dessa tilläggstjänster som avviker från den sedvanliga handelsclearingen kan på ett naturligt sätt ordnas inom clearingorganisationen som clearing av avtal om värdepapperslån och repor. Härigenom förbättras också skyddet av avtalsparterna. Den till en clearingorganisation förlagda clearingen av avtal om värdepapperslån och repor behandlas också i motiveeringen till 5 a § som föreslås bli fogad till 4 kap. Det är skäl att i clearingorganisationens regler ta in föreskrifter om tryggnad av parternas ställning, liksom om låneverksamheten överhuvudtaget.

En investerare som har gjort en långsiktig värdepappersinvestering kan öka avkastningen på sina värdepapper genom att delta i låneverksamhet. Mången marknadspart är i sin tur betjänta av låne- och repoavtal för sin riskhantering. Denna möjlighet är särskilt viktig för marknadsgaranterna. T.ex. statens referenslånemarknad bygger för närvarande på marknadsgaranternas verksamhet. Verksamheten underlättas avsevärt genom att det på marknaden finns värdepapper som kan förvärfvas temporärt. Upprätthållandet av marknadsgarantin binder på en sådan mark-

nad kapital i en mindre utsträckning än om det inte finns någon möjlighet att ingå låne- och repoavtal. Det är till fördel för stabiliteten på marknaden om investerarna på förhand ger t.ex. sin värdepappersförmedlare rätt att överlåta värdepapper inom låneverksamheten. Vetskapen om att det på marknaden finns värdepapper att låna underbygger marknadsparternas förtroende för varandras förmåga att uppfylla avtalsförpliktelserna. Låneverksamheten säkerställer leveranserna och ökar clearingverksamhetens tillförlitlighet. T.ex. värdepappersförmedlare som är ansvariga för värdepappersaffärer kan undvika dröjsmål genom att utnyttja lånetjänster. Genom värdepapperslån kan således leveranser tryggas på samma sätt som betalningar tryggas genom finansiella tjänster.

Kravet att finansinspektionens godkännande skall utverkas för avtalsvillkoren ställs för det första av den anledningen att man på detta sätt vill trygga att villkoren är ändamålsenligt utformade och skäliga från de investerares synpunkt som överlåter värdepapper temporärt. Avsikten är inte bara att förbättra investerarskyddet utan också att främja standardiseringen av låne- och repoavtalens villkor. För investeringsprodukter med standardvillkor är det möjligt att fortlopande fastställa köp- och säljpriserna, vilket främjar utvecklingen av marknaden för dessa produkter. Clearingorganisationerna ges således rätt att erbjuda tjänster i anslutning till clearing av låne- och repoavtal. Optionsföretag har ett motsvarande rätt enligt 2 kap. 4 § 1 mom. optionshandelslagen SOM Ab har i sina regler definierat avtal om värdepapperslån som standardiserade derivatinstrument kan vara föremål för handel på bolagets optionsbörs.

En clearingorganisation kan naturligtvis också avveckla affärer som ansluter sig till individuella låne- och repoavtal. Clearingorganisationen kan vara ovetande om att en transaktion som den fått i uppdrag att cleara ansluter sig till ett värdepapperslån, eftersom avtalen kan avvecklas genom separata omvända överlåtelser. Organisationen får emellertid inte erbjuda parterna i ett individuellt låneavtal tjänster som ansluter sig till clearing av avtal som godkänts av finansinspektionen. Sådana tjänster är t.ex. säkerhetsförvaltning samt uppföljning av omvända överlåtelser. Också för clearing av individuella låneavtal på normalt sätt behövs emellertid i enlighet med 1 kap. 4 § och 4 a kap. 1 §

koncession att verka som clearingorganisation, eftersom det vid clearingen är fråga om att avveckla värdepappersaffärer. Verksamheten som avses i 20 § lagen om kreditinstitutsverksamhet och i 3 och 16 § lagen om värdepappersföretag kräver dock inte clearingorganisationens tillstånd. De låne- och repoavtal som en clearingorganisation clearar kan särskiljas från individuella avtal t.ex. vid beskattningen och i bokföringen, liksom i 47 b § lagen om stämpelskatt.

Derivatinstrument, låneavtal och repor innebär att värdepappersleveranser skjuts på framtiden. Parterna i sådana avtal kan således förbinda sig att leverera värdepapper som de inte ännu har i sin besittning. De kan t.ex. översälja värdepapper. Derivat- och lånemarknaden för värdepapper kan växa till helt andra proportioner än kontantmarknaden. Det uppkommer härvid en risk för att ett i omlopp varande värdepappersslag i stor utsträckning är bundet till leveranser i anslutning till derivatinstrument eller avtal om värdepapperslån. Av denna anledning är en clearingorganisation i enlighet med 3 kap. 8 § optionshandelslagen skyldig att i sitt reglemente inta bestämmelser om begränsning av options- och terminskontopositionerna. Ett optionsföretag skall övervaka att det inte uppstår en uppenbar obalans mellan antalet derivatinstrument som finns på marknaden och de underliggande tillgångarna. Då det är clearingorganisationen som svarar för clearingen på låne- och repomarknaden, har den i likhet med optionsföretaget utmärkta möjligheter att övervaka att låneverksamheten inte äventyrar verksamheten på marknaden. Clearingorganisationen skall dessutom i sina regler, liksom optionsföretaget i sitt reglemente, ta in föreskrifter om låneverksamheten. Organisationen skall dessutom påvisa vilka garantier det finns för att den sammanlagda mängden värdepapper som är bunden till låneavtal, repor och derivatinstrument inte äventyrar värdepappers- eller derivatmarknadens tillförlitlighet.

Flera internationella samarbetsorgan rekommenderar i sina rapporter att medlemmarna skall gynna marknaden för värdepapperslån. En sådan rekommendation ingår också i den rapport som de internationella finansinstitutens samarbetsgrupp Group of Thirty (G-30) publicerade år 1989.

En clearingorganisation kan dessutom tillhandahålla databehandlingstjänster i samband med sin egen verksamhet (2 punkten).

Eftersom organisationen sannolikt blir tvungen att satsa betydande summor på utvecklande av databehandlingen är det ändamålsenligt att investeringarna kan utnyttjas också kommersiellt. Det kan t.ex. vara förmånligare för clearingmedlemmarna att köpa databehandlingstjänster direkt av clearingorganisationen än att utveckla egna system. För alternativet att clearingorganisationerna skall ges rätt att tillhandahålla databehandlingstjänster talar också den omständigheten att en clearingorganisation ovillkorligen måste ha välutbyggda förbindelser till det system inom vilket värdepappershandeln sker. Vid behov måste clearingorganisationen t.ex. kunna ta hand om en del av handelds datasystem. Det är således motiverat att ge clearingorganisationen rätt att sköta också utbildnings-, informations- och databehandlingstjänster i anslutning till utvecklandet av marknaden. Motsvarande rätt har enligt optionshandelslagens 2 kap. 4 § 1 mom. också optionsföretag.

En clearingorganisation får enligt lagförslaget bedriva värdepapperscentralens verksamhet och föra värdeandelsregister (3 punkten). Organisationen skall i varje fall se till att det finns fungerande förbindelser till förvaringssystemen. Den kan t.ex. själv upprätthålla ett förvaringssystem för de värdepapper som den clearar. I projektet för att bygga upp en nationell värdepapperscentral slutfördes på en sådan lösning. Även om clearingorganisationen inte själv fungerar som en central värdepappersförvarare inom sitt system, kan en ändamålsenlig clearingverksamhet förutsätta att den för ett värdeandelsregister. Sådan koncession att föra värdeandelsregister som avses i lagen om värdeandelssystemet ingår emellertid inte direkt i clearingorganisationens koncession och skall således sökas särskilt.

I 1 mom. 4 och 5 punkten stadgas om clearingorganisationens rätt att bedriva fondbörs- och optionsföretagsverksamhet. Dessa verksamhetsformer måste för balansens skull tillåtas för clearingorganisationer, eftersom fondbörser och optionsföretag tillåts bedriva clearingorganisationsverksamhet. Kravet på likställdhet innebär också att en clearingorganisation måste få fungera som clearingmedlem inom andra clearingsystem. Denna möjlighet kan göra det lättare att bygga upp förbindelserna mellan clearingsystemen. Dessutom får en clearingorganisation ordna annan offentlig handel med värdepapper. En

clearingorganisation behöver särskilda koncessioner för fondbörs- respektive optionsföretagsverksamhet. Om clearingorganisationen bedriver sådan clearingverksamhet som avses i optionshandelslagen, måste organisationen utöver ett aktiekapital om 30 miljoner mk också enligt 2 kap. 2 § 2 mom. optionshandelslagen ha ett aktiekapital om 10 miljoner mk för optionsföretagsverksamheten.

Paragrafens 2 mom. kompletterar de krav som ställs på en clearingorganisations riskhantering. Organisationens möjligheter att bedriva annan verksamhet än clearingverksamhet begränsas kraftigt i lagen. Med tanke på tillförlitligheten i organisationens verksamhet är det inte heller rekommendabelt att den t.ex. genom dotterbolag börjar bedriva verksamhet av det slag som begränsningarna avser. Därför föreslås att clearingorganisationen inte får äga aktier eller andelar i en annan sammanslutning än en sådan som producerar tjänster som har samband med clearingverksamhet. Enligt stadgandet kan clearingorganisationen dela sin verksamhet mellan flera företag. Vidare stadgas i momentet om clearingorganisationens ansvar i det fall att den ger till clearingverksamheten hörande uppgifter i uppdrag åt ett annat företag. Clearingorganisationen har alltid huvudansvaret för själva clearingverksamheten. Däremot behöver clearingorganisationen inte nödvändigtvis själv dra försorg om alla de funktioner som clearingverksamhetens definition förutsätter. T.ex. för betalningstransaktioner kan den anlita banksystemet och för värdeandelsleveranser företag som är verk samma inom värdeandelssystemet. Det är således inte meningen att de färdiga strukturer som finns på marknaden skall nedmonteras på grund av att clearingverksamheten regleras. Emellertid är det av en central betydelse för den föreslagna regleringen att clearingorganisationen förutsätts bära det primära ansvaret för clearingsystemet. Om clearingorganisationen låter andra näringsidkare sköta vissa till clearingverksamhetens definition anslutna uppgifter, måste organisationen gentemot clearingmedlemmarna bära ansvaret för dessa biträdande företags verksamhet. Clearingorganisationen kan således inte ordna ansvarsfördelningen på något annat sätt genom självreglering eller genom andra överenskomelser. Enligt allmänna avtalsrättsliga principer skulle clearingorganisationen dock kunna begränsa sitt ansvar både om sin egen verksamhet och

därtill hörande verksamhet som sköts av ett annat företag. Lagstadgad ansvarsdelning skulle inte heller utsträcka utöver clearingorganisationens egentliga verksamhet såsom till elektricitetsförsörjning eller till tele- och datakommunikation.

Clearingorganisationens totalansvar för systemet förbättrar clearingverksamhetens tillförlitlighet och överskådlighet. Clearingorganisationen ansvarar för de anlitate företagens verksamhet såsom för sin egen verksamhet. En uppspjäkning av clearingverksamheten på flera företag gör det således inte möjligt att slippa det övergripande ansvaret för clearingverksamheten. Att ansvaret läggs på clearingorganisationen är motiverat också av den anledningen att det är denna som ingår avtalen med de biträdande företagen. Clearingmedlemmarna har knappast några möjligheter att påverka avtalens innehåll. Vetskapen om ansvaret motiverar clearingorganisationen att övervaka de biträdande företagens verksamhet. Om värdeandelsregisterförarens och värdepapperscentralens ansvar i samband med registrering av värdeandelar stadgas i lagen om värdeandelskonton och i lagen om värdeandelssystemet. Det är inte meningen att dessa lagars ansvarsfördelningsstadganden skall åsidosättas genom stadgandet om clearingorganisationens ansvar. Av denna anledning föreslås att i stadgandet tas in ett omnämnande om att de ansvarsnormer som ingår i värdeandelslagstiftningen är primära. På företag som verkar för en clearingorganisations räkning skall enligt 7 kap. 1 § 2 mom. tillämpas vad som stadgas om finansinspektionens rätt att få information. I fråga om de personer som är anställda vid sådan företag och verkar inom deras förvaltning gäller den tystnadsplikt som stadgas i kapitlets 3 §. Clearingverksamheten kan dessutom förutsätta att företaget blir delägare eller medlem t.ex. i en sammanslutning som upprätthåller en sådan datateknisk miljö som värdeandelssystemet förutsätter. Clearingorganisationen kan vara delägare eller medlem också i en fondbörs eller ett optionsföretag. Eftersom dessa sammanslutningar har rätt att äga varandras aktier och andelar, måste tillsynsmyndigheten se till att kapitalkraven inte kringgås genom korsäggande. Situationer där korsäggande kan äventyra verksamheten skall undvikas genom det i stadgandets tredje mening framställda tilläggskravet, dvs. att clearingorganisationens tillgångar skall placeras

på ett säkert och med tanke på organisationens likviditet betryggande sätt. Stadgandet motsvarar 2 kap. 5 § 5 mom. optionshandelslagen, varav följer att ett optionsföretag inte t.ex. får placera en betydande del av sina tillgångar i fastigheter eller i fastighetsbolagsaktier. För att den i momentet angivna ägandebegränsningen likväl inte skall utgöra ett hinder för en utveckling som är förenlig med en tillförlitlig verksamhet på värdepappersmarknaden, är det möjligt att av särskilda skäl och med finansinspektionens tillstånd avvika från begränsningen. Ett optionsföretag kan bli delägare i en clearingorganisation. Optionsföretagets möjligheter att investera i clearingorganisationens aktier begränsas emellertid av det ovan nämnda stadgandet i optionshandelslagen, enligt vilket företagets tillgångar skall placeras på ett betryggande sätt.

Enligt paragrafens 3 mom. får en clearingorganisation inte bedriva annan verksamhet än sådan som avses i denna paragraf. Vidare förutsätts att clearingverksamheten inte får äventyras av organisationens övriga verksamhet. Dessa förutsättningar övervakas av finansinspektionen och Finlands Bank samt av de på marknaden verk samma samman slutningarna. Om det är uppenbart att verksamheten äventyras kan myndigheterna tillgripa sådana exceptionella befogenheter som avses i 3 §. Om en clearingorganisation börjar bedriva verksamhet som den inte har tillstånd för, ligger det i de på marknaden verk samma konkurrenternas omedelbara intresse att avslöja den olovliga verksamheten.

6 §. *Begränsning av inflytande.* Clearingverksamhetens natur förutsätter att clearingorganisationerna iakttar strikt opartiskhet. Den föreslagna lagen uppställer emellertid inga begränsningar för en clearingorganisationens ägarbas. I princip kan delägarna således vara likaväl marknadsparter som offentliga samfund.

En clearingorganisation spelar en central strukturell roll på värdepappersmarknaden. Målet för dess verksamhet skall endast vara att öka marknadens effektivitet, trygghet och tillförlitlighet. En clearingorganisation får inte användas som mellanhand för att uppnå andra mål eller driva enskilda intressen. Clearingorganisationens opartiskhet och den omständigheten att dess verksamhet skall betjäna en tillförlitlig verksamhet på värdepappersmarknaden betyder emellertid inte att clearingorganisationen nödvändigtvis behö-

ver vara ett aktiebolag som verkar utan vinstsyfte. En clearingfond av det slag som avses i föreslagna 7 § kan i själva verket lätt av sättas uttryckligen av vinstmedel som inte delas ut till clearingorganisationens ägare. Vinstöverföring till en clearingfond är således ägnad att öka clearingverksamhetens allmänna tillförlitlighet och säkerhet.

För att det skall vara möjligt att i tillräcklig utsträckning trygga opartiskheten föreslås att ingen får utöva ensam bestämmanderätt i en clearingorganisation. Enligt paragrafens 1 mom. får ingen på en clearingorganisationens bolagsstämma rösta med mera än en tjugon dedel av det röstetal som är företrätt på stämman. En motsvarande begränsning gäller enligt 3 kap. 8 § fondbörser, enligt 2 kap. 7 § optionshandelslagen optionsföretag och enligt 16 § 1 mom. affärsbankslagen affärsbanker. Enligt det sist nämnda stadgandet kan statsrådet emellertid medge undantag från begränsningen. Syftet med undantagsmöjligheten har varit att trygga att statens bestämmanderätt i enlighet med bankstödsvillkoren skall kunna ökas i stötdagande affärsbanker. Också ordnandet av clearingorganisationens finansiering kan förut sätta att det övergripande ansvaret för organisationen koncentreras till en eller flera tillförlitliga personer. Som vederlag för ansvarstagandet måste en sådan intressent kunna utöva ett större inflytande än stadgandet i sig medger. För att finansieringen av clearingorganisationen skall kunna ordnas på det i varje given situation lämpligaste sättet föreslås att statsrådet skall kunna ge tillstånd att utöva större inflytande i clearingorganisationen är begränsningen förutsätter. Tillstånd kan beviljas endast av särskilda skäl och i enskilda fall.

Enligt paragrafens 2 mom. räknas den på clearingorganisationens regler eller bolagsordning baserade röstmajoriteten ut på grundval av de röster som har beräknats enligt 1 mom. Den begränsning av inflytandet som följer av 1 mom. kan leda till att någon av delägarna inte kan rösta med hela sitt röstetal. Det röstetal som förutsätts för kvalificerad majoritet räknas härvid på det sammanlagda röstetalet, från vilket har dragits av den andel av rösterna som på grund av inflytandebegränsningen inte blir utnyttjad. Detta stadgande behövs för att uppfyllandet av majoritetskraven inte skall försvåras på grund av inflytandebegränsningen.

I förslaget omfattas en lösning som inne-

bär att det blir möjligt att inom samma clearingorganisation bedriva fondbörs-, optionsföretags- och clearingorganisationsverksamhet, förutsatt att en särskild koncession utverkas för varje verksamhetsform. På en och samma bolagsstämma kan således samtidigt tillämpas inflytandebegränsningar enligt tre olika stadganden. Enbart fondbörs- eller optionsföretagsverksamhet förutsätter inte någon möjlighet att avvika från inflytandebegränsningen. Om en sammanslutning däremot bedriver också clearingorganisationsverksamhet, kan på denna tillämpas de ovan beskrivna grunderna för avvikelse från inflytandebegränsningen. I paragrafens 3 mom. stadgas därför att på en clearingorganisation skall tillämpas den i paragrafen angivna inflytandebegränsningen oberoende av organisationens övriga koncessioner. Något undantag från inflytandebegränsningen kan således inte göras om samma organisation samtidigt bedriver fondbörs- eller optionsföretagsverksamhet. Enligt stadgandet är koncessionen för clearingorganisationsverksamheten härvid av avgörande betydelse.

7 §. *Tryggande av clearingorganisationens verksamheten.* I kapitlets 2 § 3 mom. och 4 § förutsätts att en clearingorganisation genom förhandsåtgärder tryggar sin likviditet i störningssituationer. Likviditeten kan tryggas genom finansierings- och kreditarrangemang. Därutöver måste clearingorganisationen trygga kontinuiteten i sin verksamhet också under längre störningar, t.ex. då en clearingmedlem blir varaktigt insolvent. I sådana situationer kan clearingorganisationen åsamkas slutgiltiga förluster som äventyrar dess verksamhetsförmåga. I den föreslagna paragrafen stadgas om åtgärder genom vilka säkerheten och tillförlitligheten i en clearingorganisations verksamhet skall tryggas. Stadgandet anger endast de allmänna principerna i detta avseende. Närmare bestämmelser om saken utfärdas enligt 12 § av finansministeriet och samt ramen för den självreglering som avses i 4 §.

En clearingorganisation kan enligt paragrafens 1 mom. avtala med clearingmedlemmarna om delning av de förluster som eventuellt uppkommer inom clearingorganisationsverksamheten. Därmed förbinder sig avtalsparterna att täcka clearingorganisationens ansvarsförbindelser och trygga clearingorganisationens fortsatta verksamhet i en situation där den har drabbats av förluster som äventyrar verksamheten. Syftet med

avtalet är att öka förtroendet för clearingorganisationen. Förlustdelningssystemet motiverar clearingmedlemmarna att ge akt på varandra och clearingorganisationen i sådana fall då en part tar överstora risker kan leda till förluster för alla parter. Clearingorganisationen och clearingmedlemmarna kan avtala om ansvarsdelningsprinciperna på det sätt som de finner för gott. Inom en clearingorganisations verksamhet clearas eventuellt värdepappersaffärer från flera olika delmarknader. Värdet av affärerna och den risk som är förenad med clearingorganisationens verksamhet kan variera avsevärt på olika marknader. Risken för obehörigt utnyttjande av systemet och för överstor risktagning ökar i det fall att samtliga clearingmedlemmar blir tvungna att bära lika stort ansvar för eventuella risker, oberoende av på vilken marknad de verkar. Det föreslås därför att en clearingmedlems ansvar avtalsenligt skall kunna begränsas till endast en del av clearingorganisationens verksamhet. Avtalet kan också begränsas t.ex. så att det gäller clearingorganisationens ägare, som har större intresse att skydda organisationens funktionskraft än andra intressegrupper. På detta sätt har man farits i Finlands Värdepapperscentral Ab. Alternativet att clearingmedlemmarna är obegränsat ansvariga för förluster inom clearingverksamheten ökar inte dennas trovärdighet, om dessa parter inte har några reella möjligheter att ansvara för sina förlustdelningsförbindelser. Det föreslås därför att parternas ansvar skall kunna begränsas till en maximisumma. Avtalet måste emellertid ovillkorligen vara bindande för alla parter och det får inte grundlös försätta någon i en sämre ställning än andra. Förbindelserna skall vara tillräckligt omfattande för att täcka de förluster som det är meningen att förlustdelningsavtalet skall täcka inom clearingorganisationens riskhanteringssystem. Därför föreslås att vederbörande ministeriets fastställelse av avtalet skall utverkas. Vid prövningen av om ett förlustdelningsavtal är godtagbart skall ministeriet beakta clearingorganisationens sammantagna riskhanteringssystem. Om avtalet skall inbegäras utlåtanden från Finlands Bank och finansinspektionen, som övervakar finansmarknadens stabilitet och risker. Till avtalet kan också ansluta sig sådana värdeandelsregister som övervakas av värdepapperscentralen. Eftersom avtalet kan leda till att det uppkommer ansvarsförbindelser

som inverkar på ett värdeandelsregisters funktion, är det motiverat att också värdepapperscentralen vid behov ges tillfälle att uttala sig om avtalet före fastställelsebeslutet. Själva avtalet är emellertid en separat, privaträttslig rättshandling. Det berörs således inte av den rätt att ändra självregleringen som vederbörande ministeriet har enligt 4 § 4 mom.

Om clearingorganisationen använder sin i momentet angivna möjlighet att ingå förlustdelningsavtal, måste clearingmedlemmarna binda sig till det på samma sätt som till clearingorganisationens övriga självreglering. Alla sammanslutningar som vill bli clearingmedlemmar kan på grund av respektive speciallagstiftning inte nödvändigtvis direkt binda sig till ett förlustdelningsavtal. En obligatorisk förlustdelningsförbindelse kunde eventuellt också försämrat utländska sammanslutningars möjligheter att ansöka om clearingmedlemskap. För att underlätta de praktiska säkerhetsarrangemangen föreslås därför att förfarandet med förlustdelningsavtal helt eller delvis skall kunna ersättas med betryggande säkerhets- eller borgensarrangemang. Enligt stadgandet har clearingmedlemmarna rätt att välja om de vill ersätta en förlustdelningsförbindelse med andra arrangemang. Med tanke på flexibiliteten föreslås det inte att förlustdelningsavtalet skall utgöra en del av clearingreglerna. Eftersom systemet med förlustdelningsavtal är valbart för clearingorganisationen, kan det t.ex. införas i ett senare skede än reglerna. Clearingorganisationen kan genom avtalsarrangemang försöka påverka en sådan clearingorganisations verksamhet, som inte frivilligt går med på att iakttä normer som övriga clearingorganisationer redan följer. Med tanke på flexibiliteten nämns systemet med förlustdelningsavtal inte i 8 §. Finska staten och Finlands Bank kan inte tvingas ingå sådana avtal.

I paragrafens 2 mom. stadgas om en clearingorganisations skyldighet att se till att de inom clearingverksamheten uppkommande riskerna täcks av säkerheter. Det är i första hand clearingmedlemmarna som skall svara för att säkerheter ställs. Inom värdeandelsmiljön är det ändamålsenligast att såsom pant använda de värdeandelar som är föremål för clearing. Också inom den värdepappersbaserade clearingens kan de värdepapper som överläts användas som säkerhet. För underlättande av clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas säkerhetsförvaltning

föreslås i 11 § att säkerhetsrätt i värdepapper som är föremål för clearing uppkommer direkt med stöd av lag. Dessa säkerheter utgör emellertid endast en del av de säkerheter som clearingorganisationen behöver. T.ex. principerna för värdering av säkerheterna kan förutsätta att också andra säkerheter skaffas. Clearingorganisationen kan bl.a. förutsätta att clearingmedlemmarna till den överlämnar en fast och snabbt omsättningsbar grundsäkerhet som skall trygga fordringar som härrör från clearingens. Säkerhetsbehovet är väsentligen beroende av clearingorganisationens verksamhetsform och av dess ansvarsförbindelser inom verksamheten. Med tanke på verksamhetens tillförlitlighet är det av en synnerligen stor betydelse att säkerheterna är tillräckliga och betryggande i sådana fall då clearingorganisationen tar ansvar för förpliktelser som ansluter sig till transaktionerna. Säkerhetskraven och förfarandet när säkerheterna ställs anges detaljerat i clearingorganisationens regler, vilka med stöd av 4 § skall fastställas av vederbörande ministeriet. Det kan t.ex. bestämmas i reglerna att lindrigare säkerhetskrav ställs på staten och centralbanken än på andra clearingmedlemmar.

Paragrafens 3 mom. skall underlätta avsättningen av medel som tryggar clearingverksamheten. I clearingorganisationens bokföring kan clearingfonden upptas som särskild post under det egna kapitalet. Fonden kan också fungera som en självständig juridisk person t.ex. i anslutning till värdepapperscentralens fond, i enlighet med 19 § lagen om värdeandelssystemet. Föreskrifter om avsättningarna till fonden skall tas in i clearingorganisationens bolagsordning eller i reglerna för clearingorganisationen och den självständiga fonden. Dessutom kan clearingorganisationens bolagsstämma besluta att ett visst belopp av det egna kapitalet skall överföras till clearingfonden. Denna bestämmelse om clearingfonden överensstämmer således delvis med vad som i 12 kap. 3 § lagen om aktiebolag bestäms om reservfond. Dessutom kan clearingorganisationen i sina regler ta in en föreskrift om clearingmedlemmarnas skyldighet att avsätta medel till clearingfonden. Clearingmedlemmarna kan förutsättas ingå ett förlustdelningsavtal om täckning av clearingorganisationens förluster. Genom clearingfonden är det möjligt att på förhand reducera de av ett förlustdelningsavtal eventuellt följande förpliktelserna.

Skyldigheten att avsätta medel till fonden kan sammankopplas t.ex. med beloppet av en clearingmedlems ansvarsförbindelser. De till clearingfonden överförda medlen får enligt momentet i första hand användas för täckning av förluster och ansvarsförbindelse som har uppkommit i samband med clearingverksamheten. Återbetalning av fondens medel till clearingmedlemmarna eller utdelning av medlen som vinst till clearingmedlemmarna får ske med finansinspektionens uttryckliga tillstånd eller i det fall att clearingorganisationen upplöses. Finansinspektionen får inte ge tillstånd till återbetalning eller vinstutdelning ifall förtroendet för clearingorganisationens verksamhet därmed kan äventyras.

I paragrafens 4 mom. anges den allmänna grunden för vidtagande av säkerhetsökande åtgärder. En clearingorganisation skall genom sina egna tillgångar, förlustdelningsavtal och clearingfonden samt genom säkerheter, försäkringar och borgensförbindelser trygga tillförlitligheten i sin verksamhet under hela sin aktiva tid. De säkerhetsåtgärder som anges i paragrafen är dispositiva, med undantag av säkerhetskraven. I samband med att clearingorganisationen utformar sin verksamhet kan den välja de lämpligaste förfarandena och arrangemangen. Syftet med stadgandet är att säkerställa att de åtgärder som clearingorganisationen och clearingmedlemmarna har bestämt sig för, tillsammans räcker för att trygga clearingorganisationens fortsatta verksamhet. Övervakningsmyndigheterna skall kontinuerligt ge akt på att clearingorganisationens verksamhet bedrivs under trygga former. Om en clearingorganisationens riskhanteringsförmåga försämrats, måste den vidta åtgärder för att förbättra tillförlitligheten. Clearingorganisationen kan härvid välja mellan de alternativ som nämns i 4 mom.

I stadgandet uppställs inget särskilt solvenskrav på clearingorganisationer. Med solvens avses förhållandet mellan å ena sidan clearingorganisationens eget kapital och å andra sidan sådana utanför balansräkningen stående fordringar och poster som är förenade med varierande risker. Clearingorganisationens verksamhet och ansvar kan ordnas enligt så många olika alternativ att det är svårt att definiera något enhetligt solvenskrav. En clearingorganisationens solvens kan tillfälligt försämrats t.ex. i en situation där organisationen medan säkerheterna realiserats måste

finansiera en insolvent clearingmedlems transaktioner. Värdet av dessa kan uppgå till mångdubbelt större belopp än organisationens balansräkning och egna kapital. Om det uppställs ett särskilt solvenskrav för clearingorganisationen, kan den bli tvungen att temporärt öka sitt eget kapital till dess att säkerheterna har realiserats. Det är inte ändamålsenligt att öka kapitalet på grund av en tillfällig finansieringssituation, ifall organisationen på förhand har tryggt sin likviditet och vidtagit i det föreslagna stadgandet angivna åtgärder för att täcka den slutgiltiga förlusten. Inte heller EU-lagstiftningen ställer några särskilda krav på en clearingorganisationens solvens.

8 §. *Clearingmedlemmar.* I paragrafen stadgas om grunderna för beviljande och återkallande av clearingmedlemskap samt om förhållandet mellan clearingmedlemmar och värdepappersförmedlare. Merparten av de krav som ställs på clearingmedlemmarna beror enligt den föreslagna lagen på de bestämmelser som myndigheterna utfärdar och framförallt på clearingorganisationens regler. De viktigaste principerna för beviljande av clearingmedlemskap skrivs emellertid in i lagen. Avsikten med det föreslagna stadgandet är att främja clearingverksamhetens tillförlitlighet. Clearingverksamhet skall bedrivas endast mellan parter som har förmåga att på ett tillförlitligt sätt klara av de åtaganden som hör till verksamheten. Av denna orsak uppställs för clearingmedlemmar särskilda kapitalkrav.

I paragrafens 1 mom. anges de förutsättningar under vilka en clearingorganisation skall bevilja clearingmedlemskap. Sådant skall för det första beviljas finska staten och Finlands Bank samt fondbörsen och optionsföretaget. Till följd av sitt växande kreditbehov är staten för närvarande den viktigaste emittenten av masskuldebrev. Till följd av den partiella privatiseringen av aktiebolagen med statlig majoritet uppträder staten också som en betydande investerare på aktiemarknaden. Den offentliga maktens verksamhet på värdepappersmarknaden kan motiveras med allmännyttiga synpunkter. Av dessa orsaker måste staten få tillträde till clearingsystemen, utan att en privat clearingorganisation i princip kan uppställa villkor för deltagandet eller försöka förhindra det. Finlands Bank gör för sin del affärer på penningmarknaden och driver därigenom sina penningpolitiska intressen. Centralbanken

svarar också i stor utsträckning för stabiliteten i landets finansieringssystem. Centralbanken måste därför godkännas som part i clearingssystemen. Avsikten med förslaget är att säkra att det finns tillförlitliga legislativa förutsättningar för att bedriva centralbankspolitik. T.ex. de rättigheter som investeringstjänstdirektivet ger skall inte omfatta tillhandahållande av tjänster som motpart till staten eller centralbanken (artikel 2.4). begränsningen har stadgats i 1 § 4 mom. lagen om värdepappersföretag. Medlemsstaterna bär således fortfarande det fulla ansvaret för genomförandet av sina egna penningpolitiska åtgärder. Av de orsaker som nämns ovan kan staten och Finlands Bank för närvarande föra värdeandelsregister utan att ha koncession.

Enligt artikel 15.1 i investeringstjänstdirektivet skall sådana värdepappersföretag som är auktoriserade att bedriva handel för sin egen räkning och verkställa order för annans räkning, direkt eller indirekt få tillträde till marknadernas system för clearing och avveckling. Enligt artikel 15.3 skall värdländerna erbjuda värdepappersföretagen valet att bli medlemmar i eller ha tillgång till medlemsstaternas reglerade marknader antingen direkt, genom att etablera filialer i värdländerna eller indirekt, genom att grunda dotterbolag i värdländerna. Om värdlandets reglerade marknad fungerar så att det inte finns något krav på fysisk närvaro, skall värdepappersföretagen enligt artikel 15.4 bli medlemmar i eller få tillträde till denna reglerade marknad på samma grunder, utan att behöva vara etablerade i värdlandet. Kraven har stadgats i 3 kap 6 a §. Enligt direktivets ingress skall hänvisningar som gäller tillträde till en reglerad marknad tillämpas på organisationer som bedriver clearing och avveckling, om dessa i en medlemsstat fungerar fristående från marknaden.

Beslut om beviljande av clearingmedlemskap fattas av clearingorganisationen, som är ett privaträttsligt aktiebolag. De förpliktelser som investeringstjänstdirektivet uppställer gäller också finska staten, som skall garantera de i direktivet angivna rättigheterna för utländska investeringstjänstföretag och kreditinstitut med hemort inom EES. En koncession som beviljats i en medlemsstat berättigar investeringstjänstföretag och kreditinstitut att verka också i de övriga medlemsstaterna. Av denna anledning är det motiverat att begränsa clearingorganisationens

beslutsfattande i sådana fall då rättigheterna berör företag som avses i investeringstjänstdirektivet. Enligt den föreslagna paragrafen skall clearingorganisationen bevilja en värdepappersförmedlare clearingmedlemskap, om denna uppfyller de krav som ställs på en clearingmedlem. Förslaget motsvarar stadganden i 3 kap 6 a och 12 a § till auktorisation av fondkommissionärer och andra som verkar på fondbörsen samt till auktorisation som innebär att värdepappersförmedlare får bedriva annan offentlig handel. Enligt definitionen i 1 kap. 4 § 1 mom. avses med värdepappersförmedlare utöver värdepappersföretag också bl.a. kreditinstitut, utländska kreditinstituts filialkontor i Finland samt övriga företag med koncession att tillhandahålla investeringstjänster, liksom utländska värdepappersföretag.

I momentet anges de allmänna minimiförutsättningar under vilka en sökande kan beviljas tillträde till en clearingorganisations system. Enligt 1 punkten förutsätts värdepappersförmedlaren ha fast verksamhetsställe i Finland. Detta krav överensstämmer med artikel 15.2 i investeringstjänstdirektivet. Således kan endast finländska eller i Finland etablerade värdepappersförmedlare beviljas clearingmedlemskap. Enligt 2 punkten förutsätts det att sökande uppfyller de krav som ställs i lagen, myndigheternas bestämmelser och clearingorganisationens regler. Med bestämmelser avses sådana normer som vederbörande ministeriet utfärdar med stöd av bemyndigandet i 13 §. Kravet är påkallat för att tillförlitligheten i clearingmedlemmens verksamhet skall kunna tryggas, men också av den anledningen att de värdepappersförmedlare som ansöker om clearingmedlemskap måste behandlas som likställda. Enligt artikel 28 i investeringstjänstdirektivet skall medlemsstaterna säkerställa att tillämpningen av direktivet sker på ett icke-diskriminerande sätt. Myndigheternas bestämmelser får därför inte innehålla diskriminerande krav och myndigheterna skall övervaka att självregleringen inte inbegriper diskriminerande villkor.

Enligt momentets 3 punkt skall den som ansöker om clearingmedlemskap förbinda sig att iaktta clearingorganisations regler. Detta krav stämmer överens med tredje stycket i investeringsdirektivets artikel 15.2 och utgör i själva verket grunden för självregleringens bindande verkan. Sanktioner i samband med självregleringen kan t.ex. sät-

tas i kraft av en domstol endast i det fall att clearingmedlemmarna uttryckligen har förbundit sig att iaktta bestämmelserna.

Clearingorganisationen och tillsynsmyndigheten skall bedöma en sammanslutning som ansöker om clearingmedlemskap utgående från hela clearingverksamhetens synpunkt. Om sammanslutningen veterligen har dålig likviditet eller om den har tagit avsevärda öppna risker i sin övriga verksamhet, skall clearingorganisationen nogta överväga om sökandens deltagande eventuellt kan äventyra clearingverksamhetens tillförlitlighet. Om ett medlemskap kan vara ägnat att äventyra clearingsystemet eller den verksamhet som clearingorganisationen bedriver med stöd av 5 §, skall ansökan avslås (4 punkten).

I momentets sista punkt uppställs för clearingmedlemmarna kravet att de skall ha ett aktiekapital om fem miljoner mk. Kravet är högre än det högsta kapitalkrav som ställs i marknadsriskdirektivet (730 000 ecu, dvs. ca 4,3 miljoner mk enligt medelkursen i augusti 1997). Enligt artikel 15.2 i investeringstjänstdirektivet får värdländerna uppställa ytterligare kapitalkrav endast i sådana avseenden som inte omfattas av det direktivet. Marknadsriskdirektivet gäller inte clearingmedlemmarnas verksamhet och riskhantering, även om begreppet clearingmedlem definieras i artikel 2.19. Clearingtjänster är enligt investeringstjänstdirektivet inte tjänster för vilka auktorisation kan beviljas enligt direktivet. Investeringsstjänstdirektivet hindrar således inte att det för en clearingmedlem uppställs krav på tilläggskapital, oberoende av tillämpningsområdet för marknadsriskdirektivet. Det höga kapitalkravet skall göra det klart att endast sådana företag kan delta i clearingverksamheten, som har förutsättningar att på ett trovärdigt sätt sköta de uppgifter som clearingverksamheten medför. Den punkt som gäller kapitalkravet är så utformad att en privaträttslig sammanslutning som ansöker om clearingmedlemskap skall vara ett aktiebolag, ett andelslag eller en jämförbar sammanslutning. Utöver finansinspektionen skall också clearingorganisationen övervaka att kapitalkravet uppfylls och iakttas. Å andra sidan kan clearingorganisationen i sina regler uppställa också högre kapitalkrav. Avsikten med att kravet på aktiekapital anges i lagen är att öka clearingverksamhetens allmänna trovärdighet. Det kan nämnas att inte alla börsförmedlare för

närvarande har ett aktiekapital som når upp till detta krav. Syftet med lagen skall således inte anses vara att samtliga värdepappersförmedlare oundgängligen måste delta i clearingverksamheten som clearingmedlemmar. Ett värdepappersföretag kan t.ex. inrikta sig enbart på handel och låta clearingmedlemmar som uppfyller de i paragrafen angivna kraven sköta clearingen av affärerna. Detta innebär att värdepappersförmedlaren inte nödvändigtvis behöver satsa kapital på att bygga upp systemkontakter. För att det skall vara möjligt att i tillräcklig utsträckning utnyttja de adb-investeringar som värdepappersförmedlarna redan gjort, är det skäl att i samband med lagens ikraftträdande säkerställa en tillräckligt flexibel anpassningstid, under vilken investeringarna kan avskrivas i bokföringen.

I paragrafens 2 mom. stadgas om företag som en clearingorganisation enligt prövning kan bevilja clearingmedlemskap. Dessa företag har ingen subjektiv rätt att bli clearingmedlemmar. Clearingorganisationen har nämligen också rätt att avslå en ansökan från en sökande som uppfyller de stadgade kraven. För det första kan clearingmedlemskap beviljas en sökande som inte har fast verksamhetsställe i Finland men som inom EES har beviljats auktorisation, motsvarande koncession, att verka som värdepappersförmedlare. Förslaget grundar sig på artikel 15.4 i investeringstjänstdirektivet, enligt vilken en i Finland icke etablerad värdepappersförmedlare kan beviljas rätt att verka inom clearingsystemet, om detta fungerar utan något krav på fysisk närvaro. Enligt direktivet har ett värdland ingen ovillkorlig skyldighet att för utländska värdepappersförmedlare garantera tillträde till clearingsystemet, om inte förmedlaren har etablerat sig i värdlandet. Värdlandet har emellertid inte rätt att förvägra auktoriserade värdepappersförmedlare tillträde till andra länders handels- och clearingsystem. Finska staten har inte heller rätt att förbjuda en finländsk clearingorganisation att tillhandahålla utländska värdepappersförmedlare arbetsstationförbindelser. Dessa förmedlare skall emellertid, med undantag av kravet på ett fast verksamhetsställe, uppfylla de övriga krav som anges i 1 mom. Andra värdepappersförmedlare än de som nämns ovan kan beviljas clearingmedlemskap endast på de villkor som vederbörande ministeriet bestämmer. Sökanden, som i så fall vara antingen en

finländsk eller en utländsk sammanslutning, skall uppfylla de krav som nämns i 2—5 punkterna. Det anses vara nödvändigt att offentliga maktens möjligheter att påverka garanteras av den anledningen det riskhanteringsystem som avses i marknadsriskdirektivet inte gäller andra sammanslutningar än kreditinstitut och värdepappersföretag. Det är därför skäl att alltid särskilt ta ställning till frågan om andra sammanslutningar skall ges tillträde till clearingsystemet. Uppfyllandet av de villkor som vederbörande ministeriet bestämmer är en förutsättning för beviljande av clearingmedlemskap, men av avgörande betydelse är dock vad clearingorganisationen beslutar om ansökan. Stadgandet innebär inte i sig att vissa grupper av sammanslutningar uteslås från clearingverksamheten. Således kan t.ex. en fondbörs, en annan clearingorganisation, ett optionsföretag och en värdeandelsregisterförare ansöka om clearingmedlemskap. En förutsättning för att clearingorganisationens verksamhet skall kunna ordnas så att den är effektiv och trygg är eventuellt att dessa sammanslutningar direkt har tillträde till clearingsystemet. Som clearingmedlemmar kan dessutom godkännas sådana betydande investerare som själva vill ha direkt tillträde till clearingsystemet. I och med marknadens utveckling kan sammanslutningar som förfogar över betydande investeringstillgångar, t.ex. försäkringsbolag, pensionsanstalter och fondbolag, försöka sköta clearingen av sina egna affärer direkt med en clearingorganisation. Det är inte skäl att hindra en sådan utveckling genom lagstiftningen om värdepappersmarknaden. De myndigheter som enligt förslaget kan reglera till godkännande av nya typer av clearingmedlemmar i clearingsystemet, kan genom sitt ställningstagande skapa konkurrens i förhållande till de övriga marknadsparterna. Det måste emellertid observeras, att i och med att en betydande investerare beviljas clearingmedlemskap blir denna underställd finansinspektionens övervakning. Clearingmedlemskap kan sökas av t.ex. utländska värdeandelsregister, clearing- och förvaringsinstitut av typen Euroclear och Cedel samt av sådana nationella företag som Sveriges Värdepapperscentral VPC AB.

Det är clearingorganisationen som avgör ansökningar om clearingmedlemskap. Den skall ta reda på om sökanden uppfyller de krav som ställs i 1 och 2 mom. Denna undersökningsskyldighet är oberoende av om

clearingmedlemskap skall beviljas vissa värdepappersförmedlare eller om uppfyllandet av de villkor som vederbörande ministeriet bestämmer krävs för godkännande av vissa ansökningar.

Enligt paragrafens 3 mom. skall clearingmedlemskapet återkallas om parten inte längre uppfyller de stadgade kraven. Härmed avses likaväl de krav som härrör från själva lagstadgandet som de krav som följer av vederbörande ministeriets beslut och clearingorganisationens regler. Det är i första hand clearingorganisationen som är skyldig att se till att medlemskapet återkallas. Vidare föreslås att finansinspektionen för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden eller av annan särskild vägande skäl skall kunna återkalla medlemskap. En sådan åtgärd kan motiveras t.ex. med att medlemmen har åsidosatt sina uppgifter eller gjort sig skyldig till missbruk. Rättigheter kan också återkallas som en följd av en på finansmarknaden uppkommen krissituation. Det föreslagna momentet motsvarar till sin ordalydelse optionshandelslagens 2 kap. 10 § 2 mom. och 12 § 2 mom., i vilka stadgas om återkallande av förmedlares och mäklares rättigheter.

Enligt artikel 15 i investeringstjänstdirektivet skall investeringstjänstföretag och kreditinstitut ges tillträde till de clearingsystem som erbjuds medlemmarna på en reglerad marknad. Denna princip skall iaktas utan att någon diskrimineras. Finska staten är för sin del skyldig att garantera tillträdet till marknaden. Enligt direktivets artikel 26 skall beslut som berör värdepappersföretag kunna prövas av domstol. Därför kan enligt den föreslagna paragrafens 4 mom. ett beslut som en clearingorganisation har fattat rörande en clearingmedlems ställning hänskjutas till finansinspektionen inom 30 dagar. Clearingorganisationen är ingen myndighet och i dess beslut kan således inte sökas ändring enligt lagen om ändringssökande i förvaltningsärenden (154/1950). Ett beslut som innebär att en clearingmedlems ansökan avslås eller att ett clearingmedlemskap återkallas kan likväl strida mot finska statens internationella förpliktelser. Av denna anledning måste ärendet kunna hänskjutas till offentligrättsligt ändringssökande.

Finansinspektionen kan efter att en sökande har hänskjutit ett besvärssökande till den ändra clearingorganisationens beslut, låta det förbli i kraft, återförvisa ärendet till clearingorganisationen eller fatta ett helt nytt

beslut i ärendet. Finansinspektionens beslut kan enligt 24 § lagen om finansinspektionen överklagas till högsta förvaltningsdomstolen. På detta sätt kan en formellt privat angelägenhet mellan clearingorganisationen och sökanden hänskjutas till det förfarande som gäller ändring av förvaltningsbeslut. Finansinspektionen behandlar emellertid ärendet endast i det fall att den som ansöker om clearingmedlemskap överklagar clearingorganisationens beslut.

För att finansinspektionen vederbörligen skall kunna övervaka clearingorganisationens beslutsförfarande, skall organisationen på eget initiativ omedelbart sända alla sina beslut som berör en clearingmedlems ställning till finansinspektionen för kännedom. Clearingorganisationens informationsskyldighet motsvarar den skyldighet som börsstyrelsen enligt 3 kap. 6 § 1 mom. 8 punkten värdepappersmarknadslagen har ålagts att underätta finansinspektionen om vissa av sina beslut.

Ett särskilt, mot denna paragrafs 4 mom. svarande stadgande om saken ingår i 3 kap. 11 § 4 mom. (740/1993) om upptagande av värdepapper på börslistan. Enligt det sistnämnda stadgandet kan fondbörsens beslut om att inte ta upp värdepapper på börslistan överklagas. Stadgandet togs in i värdepappersmarknadslagen med stöd av bestämmelserna i fondbörsdirektivet.

Enligt den föreslagna paragrafens 5 mom. skall på clearingmedlemmar tillämpas vissa normer som också gäller värdepappersförmedlare. För det första är det meningen att clearingmedlemmarna skall ha möjlighet att på marknaden ingå sådana låne- och repoavtal som avses i 4 kap. 5 a § 3 mom. och låta en clearingorganisation sköta clearingen utan medverkan av värdepappersförmedlaren. För det andra skall en clearingmedlem hålla kundmedlen åtskilda i enlighet med 4 kap. 5 a §. Denna skyldighet gäller naturligtvis framförallt i fråga om clearingmedlemmens egna kunder. På grund av de krav som ställs på en clearingmedlem kommer en del av värdepappersförmedlarna sannolikt att köpa clearingtjänster av någon clearingmedlem. Stadgandet förpliktar clearingmedlemmen att hålla för clearing överlämnade medel som tillhör förmedlarens kunder åtskilda på samma sätt som clearingmedlemmen måste hålla sina egna kunders medel åtskilda. Om åtskiljning av kundmedel samt om kundskyddet inom clearingverksamheten stadgas dess-

utom i 11 § samt delvis i lagrummet om kommissionskonton i 16 § lagen om värdeandelskonton.

9 §. *Tryggande av clearingmedlemmars ställning.* En part som i samband med clearingverksamhet fullgör sin egen prestation utan att få någon omedelbar motprestation, ställs inför risken att förlora hela prestation (kapitalrisk). Clearingmedlemmarna kan i allmänhet inte godta en sådan risk ens inom ett system där en clearingorganisation svarar för clearingen. Av denna anledning är de internationella clearingsystemen så uppbyggda att en prestation omedelbart skall åtföljas av en motprestation. Leverans mot likvid -principen (eng. *delivery versus payment*) har tagits med i flera internationella rekommendationer. Såsom likvärdiga med egentliga kontant- eller kontobetalningar godtas i allmänhet också borgensförbindelser av välrenommerade penninginrättningar samt en clearingorganisations förbindelse att svara för betalningen. Clearingmedlemmarna måste emellertid mot sin leverans få en tillräckligt säker, oåterkallelig och snabbt omsättningsbar förbindelse om en motprestation (eng. *guaranteed and irrevocable payment*).

Enligt andra meningen i gällande 16 § 1 mom. lagen om värdeandelskonton får en värdeandel överföras mot betalning för andelen från kommissionskontot till förvärvarens värdeandelskonto. Stadgandet innehåller således leverans mot likvid -regeln som skall tillämpas på clearing med hjälp av kommissionskonton. I den föreslagna paragrafen ges leverans mot likvid -regeln en mera allmän utformning. Stadgandet gäller också clearing med hjälp av kommissionskonton. Med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet får myndigheterna inte godkänna system där denna princip inte följs. Det skall framgå av clearingorganisationens regler, hur parternas kapitalrisk undviks i de system som organisationen upprätthåller. Enligt marknadsriskdirektivet kommer en prestation om ett värdepappersföretag eller ett kreditinstitut har fullgjort utan omedelbar motprestation att belasta företagets eller institutets solvens. Av denna anledning kommer det krav som följer av paragrafen att underlätta upprätthållandet av värdepappersföretagens och kreditinstitutens solvens. Inom Finlands Värdepapperscentral Ab:s clearingsystem sker leveranserna ungefär samtidigt som likviderna.

Enligt stadgandet får en clearingorganisation inte fullgöra sin skyldighet mot en clea-

ringmedlem utan att förvissa sig om att motprestationen har gjorts på ett oåterkalleligt sätt. Leverans av värdepapper som är i omlopp som fysiska dokument fullgörs genom att värdepapperens besittning överläts. Inom värdeandelssystemet åstadkoms motsvarande rättsverkan genom kontonoteringen. Skyldigheten kan uppfyllas också så att de värdeandelar som är föremål för clearing oåterkalleligen överförs till motpartens kommissionskonto, från vilket clearingorganisationen skall överföra prestationerna till de övriga clearingmedlemmarna. Organisationens rätt att förfoga över parternas kommissionskonton kan garanteras t.ex. genom clearingreglerna.

Leverans mot likvid -principen kan förutsätta att clearingorganisationen står i direkt förbindelse med betalningsförmedlingssystemet. Betalningarna kan fullgöras också med likvida betalningsmedel, t.ex. checkar. Om samtliga clearingmedlemmar har direkt eller odirekt tillträde till det betalningsförmedlingssystem som centralbanken upprätthåller, kan betalningarna inom detta fullgöras på det sätt som stadgandet förutsätter. Härvid förutsätts emellertid att betalningarna är slutgiltiga och oåterkalleliga.

Stadgandet skall iaktas oberoende av om clearingen ordnas enligt nettoprincipen eller affär för affär. Stadgandet förutsätter således inte att varje enskild transaktion fullgörs enligt leverans mot likvid -principen. Stadgandet hindrar naturligtvis inte att clearingmedlemmar också i fortsättningen clearar transaktioner utan att betalningen blir övervakad (free of payment), om detta har överenskommit mellan parterna. Clearingen kan verkställas också periodvis och genom att förpliktelseerna avräknas mot varandra. I ett multilateralt nettningssystem motsvaras varje leverans inte nödvändigtvis av en likvid. Om affärerna t.ex. clearas dagligen så att de sammanställs till en enda datorkörning, kan det vara möjligt att per clearingmedlem och värdepapperslag samtidigt fastställa både ett värdepappers- och ett penningtillgodohavande. Detta är möjligt av den anledningen att prisnivån på affärerna i ett visst värdepapperslag dagligen kan variera avsevärt. En värdepappersförmedlare som verkar som clearingmedlem kan t.ex. på förmiddagen sälja en viss mängd värdepapper för sin kunds räkning och på eftermiddagen köpa en större mängd motsvarande värdepapper till ett lägre pris än på förmiddagen. På grund-

val av dessa affärer borde clearingmedlemmen efter nettningen få både värdepapper och pengar. Inom det multilaterala nettningssystemet fullgörs därför en sådan förpliktelse som avses i paragrafen i det fall att clearingen har ordnats så att clearingmedlemmarna inte inom systemet utsätts för risken att förlora sin prestation. Inom clearingverksamheten är det således möjligt att utan hinder av stadgandet ordna med avräkning mellan förpliktelseerna och betala endast nettobelopp. Systemet förutsätter emellertid att nettoprestationerna fullgörs ömsesidigt. Om clearingorganisationens verksamhet har tryggats genom tillräckliga säkerhets-, likviditets- och förlusttäckningsarrangemang, kan parterna i stället för egentliga motprestationer godkänna ett sådant förfarande att clearingorganisationen iklär sig hemulansvar gentemot parterna.

Leverans mot likvid -principen gäller enligt lagen endast i relationerna mellan clearingmedlemmarna och clearingorganisationen. Däremot tillämpas paragrafen inte på förhållandet mellan clearingmedlemmen och den egentliga kunden. För att principen om ömsesidiga och samtidiga leveranser och likvider skall kunna utsträckas ända till de slutliga kunderna borde förvaringen av värdeandelar och värdepapper ske centralt, inom ett enda förvaringssystem. Därutöver borde det bli möjligt att inom betalningsförmedlingssystemet överföra betalningar mellan konton i olika banker samtidigt och ömsesidigt. Dessa centraliserade förvaringssystem och betalningsförmedlingssystem borde dessutom genom datanätet stå i realtidsförbindelse med varandra. Den i paragrafen stadgade principen kan således i praktiken inom ramen för de nuvarande systemen inte utsträckas till samtliga kunder. Ändå måste värdepappersförmedlarna troligen avveckla sina storkunders affärer enligt leverans mot likvid -principen och eventuellt själva ordna den behövliga finansieringen. God förmedlarsed förutsätter dessutom att förmedlarna inte i onödan har hand om kundmedel. I de uppdragsavtal som förmedlarna ingår med sina kunder brukar det i enlighet med de allmänna kommissionsvillkor som styrelsen för Helsingfors Fondbörs Ab har utfärdat t.ex. föreskrivas att köpesumman för sålda värdepapper skall stå till säljarkundens förfogande på likviddagen. Behandlingen av kundmedel regleras dessutom i de bestämmelser som finansinspektionen skall utfärda

enligt förlaget till 4 kap. 5 a §.

Det föreslagna stadgandet gäller clearingsystem där en clearingorganisation uppfyller parternas förpliktelser. I sådana system är det clearingmedlemmarna som bär risken för clearingorganisationens verksamhet och det är därför skäl att trygga clearingmedlemmarnas ställning genom den i stadgandet angivna principen. Om clearingmedlemmarna emellertid uppfyller förpliktelserna bilateralt, kan de kontrollera den risk som är förenad med överlåtelse. Clearingmedlemmarna kan härvid medvetet ta risken att motprestationen uteblir. Det solvenskrav som följer av marknadsriskdirektivet begränsar emellertid clearingmedlemmarnas risktagning.

Om en clearingorganisation åsidosätter sin i paragrafen stadgade förpliktelse skall den ersätta den därav orsakade skadan i enlighet med skadeståndstadgandet i 9 kap. 2 §.

I paragrafens 2 mom. föreslås en bestämmelse om den med clearingverksamheten förknippade betalningsrörelsen, som vid sidan av värdepappersleveransen är det andra viktiga elementet i avvecklingen. Från clearingmedlemmarnas och dessas kunders synpunkt är det viktigt att det inte finns någon risk för att medlen som de överlämnat till clearingorganisationen berörs av ett eventuellt konkursförfarande. Denna risk har beaktats i de nuvarande systemen, vilket innebär att vederbörligen separerade medel enligt konkursstadgan eller utsökningslagen inte kan användas till förmån för borgenärerna. Eftersom möjligheterna till insyn i clearing och avvecklingen kommer att spela en allt viktigare roll vid organiseringen av det internationella samarbetet är det ändamålsenligt att för klarhetens skull i detta moment också ta in en bestämmelse om clearingorganisationens konton för förmedling av betalningar. Enligt den föreslagna bestämmelsen får organisationen i sitt eget namn öppna ett för clearing avsett konto i Finlands Bank, i en depositionsbank eller i ett filialkontor till ett utländskt kreditinstitut som tar emot depositioner, för att genom kontot sköta betalningsrörelsen i samband med clearingmedlemmarnas och dessas kunders transaktioner. De medel som finns på ett sådant konto tillhör inte clearingorganisationen och denna skall i sin bokföring separera dem från sina egna medel. Clearingorganisationen skall i realtid registrera vem de medel som finns på kontot tillhör. Finansinspektionen kan i syfte att förstärka förtroendet för

värdepappersmarknaden meddela clearingorganisationen närmare föreskrifter om separationen av kundmedlen på de av clearingorganisationen enligt detta moment öppnade kontona samt om tryggheten av kundernas ställning inom clearing.

10 §. *Clearingmedlemmarnas kontrollskyldighet.* Förutom att clearingorganisationen skall eliminera parternas risk att förlora sina prestationer, skall den genom sin verksamhet också minska den enskilda partens risk i händelse av motparternas avtalsbrott. I stadgandet förutsätts att en clearingmedlem tillräckligt noggrant kontrollerar förutsättningarna för fullbordande av de avslut eller andra överlåtelser som skall clearas. I stadgandet räknas upp olika sätt på vilka en clearingmedlem kan kontrollera förutsättningarna.

Det är skäl att inom samtliga clearingsystem försöka förkorta kredit- eller motpartsrisktiden. Mellan avslutsdagen och leveranstidpunkten hinns det i allmänhet förflyta flera dagar. Om den värdepappersförmedlare som har gjort avslutet inte kontrollerar sin kunds faktiska likviditet förrän strax före leveransen, kan kundens eventuella avtalsbrott äventyra avvecklingen. Även om förmedlaren själv är skyldig att betala för den överlåtelse som han lämnat till clearing, kan förmedlarens likviditet vara otillräcklig för fullbordandet av köpet. Framförallt stora transaktioner är förenade med den möjligheten. Inom clearingsystemen bedöms ofta bristande likvider respektive leveranser på olika sätt. En värdepappersleverans kan bli fördröjd av tekniska orsaker. Av denna anledning brukar man på den internationella marknaden inte förhålla sig lika strängt till leveransförseningar som till betalningsförseningar. Betalningsförseningar förekommer mera sällan och anses ofta tyda på insolvens. En insolvent part kan i flera dagar handla utan täckning, innan den första underskottet uppdagas i clearingsystemet. En ohederlig part kan således äventyra hela systemet, om inte parternas öppna risker övervakas tillräckligt noggrant.

Motpartsrisken blir mindre om clearingmedlemmarna i tid kontrollerar att uppdragsgivarna inom leveranstiden förmår fullgöra sin prestationsskyldighet. Clearingmedlemmarna kan säkra sina egna prestationer t.ex. genom att med tanke på avvecklingen innehålla clearingkundens egendom. I flera system skall clearingorganisationen för sin del

kontrollera clearingmedlemmarnas betalningsförmåga senast i det skedet då organisationen övertar ansvaret för köpet. I regel brukar clearingorganisationen trygga sin egen ställning genom att kräva säkerheter. Ju snabbare efter avslutet godkännandet sker, desto snabbare minskar clearingmedlemmarnas motpartsrisiker och desto tillförlitligare fungerar clearingsystemet. En framflyttning av likviddagen skall enligt marknadsriskdirektivet belasta värdepappersföretagets solvens. Då de av direktivet följande förpliktelserna har satts i kraft i lagstiftningen, blir det allt viktigare att kontrollera avvecklingsförutsättningarna.

På grund av skillnaderna mellan värdepappersmarknaden och olika delmarknader samt som en följd av den kontinuerliga utveckling som systemen undergår, är det inte ändamålsenligt att bestämma särskilda tidtabeller för säkerhetsåtgärderna. I lagen anges ingen tid inom vilken en clearingmedlem skall godkänna eller förkasta ett avslut som har överlämnats till clearing. Dessa krav kan i tillräcklig utsträckning beaktas inom ramen för självregleringen. Däremot föreslås att clearingmedlemmarna i lagen uttryckligen skall åläggas att omsorgsfullt kontrollera parternas förutsättningar att fullgöra sina prestationer. I stadgandet nämns ett antal sätt på vilka en clearingorganisation kan fullgöra sin skyldighet. För det första kan en clearingmedlem säkerställa fullgörandet av leveransskyldigheter genom att själv ta värdepapperen i besittning eller genom att överföra dem i någon annan av säljarkunden oberoende mottagares besittning. För att säkerställa att köparkunden uppfyller sin betalningsskyldighet kan köpesumman överföras till ett kundmedelskonto. Inom värdeandelsystemet är det möjligt att vidta åtgärder för att värdeandelar skall överlåtas i rätt tid på så sätt att det på kundens värdeandelskonto noteras en sådan överlåtelsebegränsning som avses i 9 § lagen om värdeandelskonton eller genom att värdeandelarna överförs till ett kommissionskonto. Stadgandets förteckning är inte avsedd att vara fullständig, eftersom säkerställandet av förutsättningarna för fullgörande av leveranser inom olika typer av clearingsystem kan skötas på olika godtagbara sätt.

En part skall kontrollera förutsättningarna för genomförande av sådana värdepappersöverlåtelser som överlämnas till clearing. Denna skyldighet gäller för det första clea-

ringmedlemmens egna och kundernas förpliktelser. På partens ansvar vilar emellertid att kontrollera också sådana avslut som en värdepappersförmedlare som inte är medlem i clearingsystemet har överlämnat till en clearingmedlem för att clearas. Clearingmedlemmen och värdepappersförmedlaren skall i så fall avtala om ett tillräckligt effektivt kontrollförfarande.

Den centrala innebörden av omsorgsplikten ansluter sig till verkningarna av att en förpliktelse åsidosätts. På clearingverksamhet tillämpas skadeståndsstadgandet i 9 kap. 2 § 1 mom. Enligt stadgandet skall sådan skada ersättas, som har orsakats genom förfarande som strider mot värdepappersmarknadslagen eller normer som har utfärdats med stöd av den. Skadeståndsskyldigheten sträcker sig till skador som har orsakats utanför avtalsförhållandet samt till s.k. rena förmögenhetsskador. Skador som uppkommer på värdepappersmarknaden är i allmänhet uttryckligen sådana som inte ansluter sig till sak- eller personskador. Brott mot den omsorgsplikt som gäller säkerställande av transaktioner kan således leda till ersättningsansvar såväl inom som utanför ett avtalsförhållande. Enligt den föreslagna paragrafens 2 mom. är clearingmedlemmarna skyldiga att till varandra eller till clearingorganisationen betala enligt vad som stadgas i clearingorganisationens regler en ersättning om clearingen av ett värdepappersavslut eller någon annan överlåtelse försenas av den anledningen att en part väsentligt åsidosätter sina förpliktelser i samband med clearingverksamheten. Ersättningskyldigheten gäller sådana avslut och andra överlåtelser som har överlämnats till clearing. Före överlämnandet till clearing bestäms ersättningskyldigheten på grundval av allmänna stadganden samt parternas inbördes avtalsförhållanden. Ersättningsens storlek stadgas i clearingorganisationens regler. T.ex. enligt Helsingfors Fondbörs Ab:s clearingregler, som var i kraft tidigare, var förseningsersättningen för värdepapper 0,1 % och ersättningen för värdeandelar 0,2 % av prestationens värde. För en försenad betalningsprestation skall ha betalats en dröjsmålsränta om minst 16 %. Denna bestämdes så att 10 % läggs på Finlands Banks likviditetskreditränta.

Avsikten med dröjsmålspåföljderna är dels att ersätta skador, dels att förhindra att oherderliga parter drar nytta av sina försummelser. De utländska investerare som är verk-

samma på den finländska marknaden vet att det i samband med clearing av aktieaffärer ofta blir nödvändigt att flytta fram likviddagen inom OM-clearingen på Finlands Värdepapperscentral Ab. Framflyttningen av likviddagen gör det i princip möjligt att på ett otillbörligt sätt utnyttja clearingsystemet på motpartens bekostnad. Sådana risker måste i mån av möjlighet elimineras, för att den nationella marknads tillförlitlighet och attraktivitet skall kunna upprätthållas.

Den i stadgandet angivna ersättningen anses motivera parterna att säkerställa förutsättningarna för avveckling av avsluten och överlåtelse. Ersättningen skall betalas till den som är motpart vid clearingens avslut eller överlåtelsen. Denne är antingen en annan clearingmedlem eller en clearingorganisation. Clearingorganisationen får ersättning då den inom sin egen verksamhet övertar ansvaret för fullbordandet av köp och överlåtelser. I så fall lider clearingmedlemmen ingen skada på grund av dröjsmålet, eftersom den får prestationen från clearingorganisationen. Parten eller clearingorganisationen skall påvisa att det faktum att avslutet eller överlåtelsen inte har clearats beror på den andra clearingmedlemmen. Den föreslagna ersättningsskyldigheten begränsar emellertid inte den skadelidande clearingmedlemmens rätt till full ersättning enligt 9 kap. 2 §. Avsikten är således inte att ersätta det sistnämnda stadgandet med det som nu föreslås.

Den föreslagna ersättningsskyldigheten är i den bemärkelsen dispositiv, att det i clearingorganisationens regler kan även bestämmas andra påföljder för åsidosättande av omsorgsplikten. En part som enligt stadgandet är berättigad till ersättning kan givetvis avstå från den. Det kan således avtalas avvikande om ersättningsskyldigheten. Om en part inte avstår från ersättningen och om den ersättningsskyldiga parten vågrar att betala, kan ersättningen liksom övriga skadestånd i sista hand drivas in domstolsvägen.

De ekonomiska påföljderna motiverar clearingmedlemmarna att sköta prestationsskyldigheterna omsorgsfullt. Om en clearingmedlem t.ex. förlitar sig på en utländsk investerares betalningsförmåga, utan några säkerhetsåtgärder, bär medlemmen ansvaret för eventuella negativa påföljder. Clearingorganisationen skall för sin del övervaka att inte parternas oavslutade affärer och andra överlåtelser äventyrar clearingverksamheten.

11 §. *Clearingorganisationers och clearingmedlemmars panträtt.* För att förbättra clearingverksamhetens effektivitet och tillförlitlighet föreslås att i paragrafen stadgas om clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas panträtt i värdepapper som är föremål för clearing. Stadgandet klarlägger rättsförhållandena mellan marknaden och parterna samt underlättar säkerhetsförvaltningen.

I den föreslagna paragrafens 1 mom. stadgas om clearingorganisationens panträtt i värdeandelar som har noterats på dess eget, på en clearingmedlems eller på en värdepappersförmedlars kommissionskonto. I 16 § lagen om värdeandelskonton föreslås en ändring i syfte att främja användningen av kommissionskonton inom clearingverksamheten. Dessa konton betjänar också säkerhetsförvaltningen, eftersom de kan vara föremål för panträtter. Enligt momentets ordalydelse får en clearingorganisation panträtt endast på grundval av värdepappersaffärer, inte på grundval av andra transaktioner. Till ett värdepappersavslut ansluter sig en skyldighet att betala en köpesumma. Panträtten uppkommer som säkerhet för denna. Stadgandet gäller inte värdeandelar som har bytt ägare på annat sätt. Till stadgandet om kommissionskonton föreslås bli fogat ett bemyndigande att utfärda i värdepapperscentralens regler om rätt att föra och använda kommissionskonton. Genom reglerna kan bestämmas närmare t.ex. om åtskiljning av kommissionskonton. Dessutom kan clearingmedlemmarna själva ordna kommissionskontoföringen så att endast vissa kommissionskonton kan vara föremål för panträtt av det slag som föreslås. Av 16 § lagen om värdeandelskonton följer att de föreslagna panträtterna inte kan bli tillämpade förrän det i värdepapperscentralens regler har utfärdats närmare stadganden om användningen av kommissionskonton. Om värdepappersförmedlars rätt att sätta in kunders värdepapper på ett kommissionskonto som utgör lagstadgad pant eller att eljest överlämna värdepapper som pant inom clearingverksamhet stadgas i 4 kap. 5 a § 2 mom.

Behovet av panträtt är en följd av kommissionshandelns struktur. Även om värdepappersförmedlare som representerar kunderna gör avsluten i sitt eget namn övergår äganderätten till värdepapperen i princip direkt mellan kunderna. Värdepappersförmedlarna övertar inte äganderätten till värdepapperen ens tillfälligt, eftersom de vill undvika

den med värdepapperen förenade priskrisen. De som mellanhänder fungerande värdepappersförmedlarnas, clearingmedlemmarnas och clearingorganisationens rättigheter kan tryggas genom den panträtt som hänför sig till överlåtbara värdepapper. Panträtten är givetvis onödig i ett sådant handelssystem där värdepapperen förvärvas i värdepappersförmedlarens ägo och säljs vidare för förmedlarens egen räkning.

Clearingorganisationen får panträtt som vederlag för den betalning som den har erlagt för värdeandelarna. Som jämförbart med betalning anses också att organisationen tar ansvar för betalningen. I dessa situationer måste clearingorganisationen bära de med avslutet förenade riskerna. Panträtten förverkligar för sin del den av 9 § framgående principen, eftersom clearingorganisationen får rätt att realisera värdeandelarna endast mot betalning eller en betalningsförbindelse. Om de värdeandelar som är föremål för ett avslut inte kunde användas som säkerhet, skulle clearingorganisationen i enlighet med 7 § trygga sin fordran på något annat sätt. I det fallet skulle clearingverksamheten binda större belopp av clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas kapital.

Clearingorganisationens rätt inträder vanligen från det ögonblick då den godkänner ett avslut för clearing. Värdeandelarna finns då på säljarpartens kommissionskonto. Tack vare panträtten kan clearingorganisationen erlagga betalningen för värdeandelarna till den säljande clearingmedlemmen, även om köparparten inte ännu har erlagt sin egen betalning. Kapitets 9 § förpliktar organisationen att leverera värdeandelarna till köparparten endast mot betalning. Clearingorganisationen kan således fortsätta clearingen på normalt sätt med de övriga parterna, trots att någon av parterna eventuellt visar sig vara insolvent. I syfte att trygga clearingorganisationens rättigheter kan värdeandelarna överföras till clearingorganisationens kommissionskonto. Rättigheterna kan skyddas också på så sätt att endast clearingorganisationen ges möjlighet att ansöka om noteringar på en clearingmedlems eller clearingorganisationens kommissionskonton så länge clearingningen pågår. Möjligheten att göra andra noteringar hindras tekniskt. Clearingorganisationens panträtt sträcker sig endast till de kommissionskonton som räknas upp i momentet. I och med att en värdeandel överförs till ett sådant kommissionskonto utvidgas

panträtten till att gälla också denna värdeandel. Clearingorganisationen kan på motsvarande sätt inte åberopa den stadgade panträtten efter att värdeandelen har flyttats bort från kommissionskontot.

De förpliktelser för vilka värdeandelarna på kommissionskontot utgör pant förutsätts vara förpliktelser som är fastställda enligt clearingorganisationens reglemente. Dessa kan i sin tur vara antingen avräknade förpliktelser eller förpliktelser som fastställs affär för affär. Stadgandet lämpar sig således även för det clearingsystem, där clearingmedlemmarnas förpliktelser avräknas mot varandra så att de ursprungliga förpliktelserna upphör att existera.

Då en clearingorganisation har betalat värdeandelar eller övertagit ansvaret för betalningen, måste organisationen bära den priskris som är förenad med värdepapperen. En sådan effektiv realisationsrätt som stadgas i 4 mom. minskar clearingorganisationens förlustrisk i en sådan situation. Clearingorganisationen har enligt stadgandets ordalydelse inte rätt att omvandla en på kommissionskontot insatt värdeandel i pengar efter det att de betalnings- och övriga förpliktelser som ansluter sig till värdepappersaffären har uppfyllts vid clearing. Härvid har clearingorganisationen inte heller längre några fordringar som ansluter sig till värdepappersaffären. Betalningen kan erläggas t.ex. i anslutning till nettoförpliktelsen.

Av momentets ordalydelse följer att det uppkommer panträtt för clearingorganisationen endast inom ett system där clearingorganisationen tar på sig ansvaret för de avslut som skall clearas. Värdepappersförmedlare nämns i stadgandet av den anledningen att det inte är nödvändigt för alla förmedlare att direkt delta i clearingsystemet. De kan överlämna sina avslut till clearing hos någon clearingmedlem som har godkänts för clearingverksamhet. För att det i en sådan situation inte skall vara nödvändigt att göra extra noteringar, har clearingorganisationen enligt stadgandet panträtt också i de värdeandelar som finns på förmedlarens kommissionskonto. Clearingen kan ordnas t.ex. så att avsluten görs mellan förmedlarnas kommissionskonton, trots att samtliga förmedlare inte är clearingmedlemmar.

Motsvarande rätt som en clearingorganisation har enligt 2 mom. också en clearingmedlem, när det gäller en värdeandel som har noterats på medlemmens egna kommis-

sionskonto. Dessutom har en clearingmedlem panträtt i värdeandelar som har noterats på en värdepappersförmedlares kommissionskonto, i det fall att clearingmedlemmen sköter clearingen av förmedlarens avslut. En clearingmedlem kan få panträtt endast genom att betala värdeandelarna. Eftersom en clearingmedlems likviditet enligt lagen inte kontrolleras på samma sätt som en clearingorganisations likviditet, räcker det för att panträtt skall uppkomma inte att medlemmen tar på sig ansvaret för betalningen. Både en säljande och en köpande clearingmedlem kan få panträtt enligt stadgandet. Den säljande clearingmedlem kan t.ex. till säljarkunden mot panträtt betala köpesumman för värdeandelar som har överförts till hans kommissionskonto, om säljarkunden kräver omedelbar motprestation av den andra parten. Då värdeandelarna överförs till köparens clearingmedlems kommissionskonto, kan denne få panträtt i värdeandelarna genom att betala dem. Denna rätt samt den därmed förenade möjligheten att snabbt realisera panten, skyddar clearingmedlemmen mot avtalsbrott från den slutliga kundens sida eller från den värdepappersförmedlares sida som representerar den slutliga kunden. Den panträtt som stadgas i den föreslagna paragrafens 2 mom. är inte beroende av om clearingorganisationen i sin verksamhet tar ansvar för de avslut som skall clearas eller ej. Clearingmedlemmens rätt upphör i och med att clearingmedlemmen tar emot motprestationen för värdeandelarna, dvs. då motpartsriskerna för avslutet upphör. Härvid skall t.ex. den köpande clearingmedlemmen överföra värdeandelarna till köparkundens värdeandelskonto, till vilket den av stadgandet följande pant- och realisationsrätten inte sträcker sig. Clearingmedlemmen får inte heller efter motprestationen utnyttja den i 4 mom. angivna realisationsrätten.

De panträtter som avses i den föreslagna paragrafens 1 och 2 mom. uppkommer direkt med stöd av lag. Sådan till en viss sak relaterad, prioriterad och av ägarbyten oberoende rätt till betalning kallas vanligen legal panträtt. Pantens avkastning kan liknas vid kapitalavkastning och hör enligt den regel som framgår av 6 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton ihop med pantegendomen, om annat inte har överenskommit. Enligt de säkerhetsprinciper som gäller värdeandelskonton kan endast ett helt värdeandelskonto vara föremål för panträtt. Varje på

kontot noterad värdeandel svarar emellertid endast för de förpliktelser som härrör från avslutet rörande den. En värdepappersförmedlare som fungerar som clearingmedlem får med stöd av paragrafen t.ex. inte realisera värdepapper som kunden överlåtit, för att trygga betalningen av fordringar som härrör från egendomsförvaltning eller kundens tidigare avslut. Om inte en köpande clearingmedlem får betalning för köpesumman av sin köparkund, kan clearingmedlemmen omvandla endast de på sitt konto befintliga värdeandelar i pengar, som clearingmedlemmen normalt skulle ha överfört till kunden. Denna förutsättning tryggar den slutliga kundens ställning, eftersom denne inte utan sin vetskap behöver ta på sig risken för clearingmedlemmen eller dennas övriga kunder.

Lagstadgade panträtter har tidigare förekommit framförallt inom fastighetsrätten. Det anses vara ett osunt drag att dessa panträtter ofta inte syns utåt. Eftersom lagstadgad panträtt uppkommer direkt med stöd av lag, behöver den i allmänhet inte registreras eller offentliggöras på annat sätt. De lagstadgade panträtterna gör det sakrättsliga säkerhetssystemet svåröverskådligt. Legala säkerhetsrätter brukar därför tas in i lagstiftningen endast då det finns något särskilt behov att skydda någon typ av åtkomst. I reform av jordabalk och vissa lagar i samband med den reparerades de inom fastighetsrätten förekommande missförhållandena när det gäller lagstadgade panträtter.

En värdepappersförmedlare som handlar för en kunds räkning har enligt gällande rätt, också utan några särskilda avtal om saken, retentionsrätt i kundens värdepapper för att trygga sin fordran i anslutning till uppdraget. Inom värdepappershandeln utgör emellertid retentionsrätten inte ett tillräcklig skydd för rättsinnehavaren, eftersom värdet på underliggande värdepapperen ständigt förändras. Den som har retentionsrätt måste bära prisen för värdepapperen, utan att kunna reducera den genom realisation av panten. Enligt gällande rätt skall retentionsrättshavaren dessutom överlämna egendomen i konkursboets besittning i det fall att motparten försätts i konkurs. Härvid får emellertid rättsinnehavaren enligt 3 § lagen om den ordning i vilken borgenärer skall få betalning (1578/1992) en fordran med god förmånsrätt. Säkerhetshavaren måste på grund av prisrisken kunna realisera den för snabba värdeförändringar utsatta pantegendomen så

snabbt som möjligt efter att avtalsbrottet har uppdragats. I kommissionsvillkoren förbehåller sig värdepappersförmedlarna ofta inte bara retentionsrätt utan också rätt att omvandla värdepapperen i pengar för att få betalning för de fordringar som uppdragen orsakar.

Enligt 16 § 2 mom. i den gällande lagen om värdeandelskonton får en värdepappersförmedlare utan hinder av pantsättningsförbudet pantsätta ett kommissionskonto, om arrangemanget bygger på ett clearingförfarande som värdepapperscentralen har godkänt. Värdepapperscentralen har inte godkänt sådana clearingarrangemang som avses i momentet. Stadgandet visar emellertid att kommissionskonton enligt den gällande lagen är avsedda att i vissa fall användas som säkerhet. Avsikten med det föreslagna stadgandet är således inte att avsevärt förändra rättsläget i förhållande till vad som vore möjligt redan enligt den gällande lagen. Värdepappersförmedlarna skall i enlighet med god förmedlarsed underrätta sina kunder om panträtter av det slag som avses i paragrafen. Dessutom skall en förmedlare enligt gällande praxis ta i en omnämmande om dessa rättigheter i uppdragsvillkoren.

Clearingorganisationens och clearingmedlemmarnas riskhantering förutsätter att medlemmarna får säkerheter som tryggar de vid clearingens uppkommande fordringarna. Från säkerhetsförvaltningens synpunkt är det av största vikt att säkerheterna är giltiga. Inom clearingsystemet skall parterna avkrävas tillräckliga säkerheter, även om det inte stadgas i lagen hur de skall ställas. Då säkerhetsbehovet är en följd av ett uppdrag från en kund, är det motiverat att kundens egendom ges som pant. Om denna möjlighet inte skulle finnas vore värdepappersförmedlarna tvungna att ge annan egendom som säkerhet. Detta vore ägnat att öka kostnaderna för värdepappersförmedlingen. Som säkerheter kommer sannolikt i varje fall att användas kundernas värdeandelar. I avsaknad av uttrycklig lagstiftning om saken skall ett särskilt avtal upprättas om varje pantsättning. Inom ett clearingsystem med många nivåer är panträtter som måste ordnas särskilt ägnade att öka systemets risker, eftersom säkerheternas giltighet är beroende av avtalens giltighet. Upprättandet av sådana förbindelser komplicerar clearingverksamheten och ökar systemets kostnader. Ett lagstadgat panträttsförfarande är däremot ägnat att förbättra

clearingsystemets tillförlitlighet och effektivitet. Det finns således goda penningmarknadspolitiska skäl att införa lagstadgad panträtt.

Den rätt som stadgas i paragrafens 1 och 2 mom. har inte nödvändigtvis några sådana negativa drag som i allmänhet sammanhänger med legala panträtter. Panträtten blir inte dold, eftersom den gäller värdeandelar som finns på ett kommissionskonto. Möjligheterna att använda sådana konton är noga avgränsad i 16 § lagen om värdeandelskonton samt i de bestämmelser som har utfärdats med stöd av den. Överföringen till ett kommissionskonto motsvarar en sådan offentlighetsskapande åtgärd som behövs för att grunda en sakrättslig säkerhet. Kunden kan för sin del inte längre använda värdeandelarna för annat än leverans eller pantsättning. Den legala panträtten hänför sig endast till ordnandet av clearingverksamhet, vilket innebär att den knappast kan anses ställa till med oreda i det sakrättsliga säkerhetssystemet.

I paragrafens 3 mom. stadgas om förmånsrättsordningen mellan panträtter i värdeandelar. Enligt 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton har den registeransvarige rätt att till värdet av de kontoförda värdeandelarna få betalning för de fordringar som härrör från skötseln av värdeandelskontot, om inte mer än ett år har förflutit sedan fordringarna förföll till betalning. Denna rätt framgår inte nödvändigtvis av värdeandelskontot, eftersom den som för värdeandelsregistret skall få betalning utan hinder av 26 § lagen om värdeandelskonton. Enligt det sistnämnda stadgandet har en rättighet som noterats på ett värdeandelskonto företräde framför rättigheter som inte har noterats, och en tidigare noterad rättighet har företräde framför en senare noterad. När lagen om värdeandelskonton stiftades beräknades en registeransvarigs under ett år förfallande fordringar vara relativt små i förhållande till värdet av de förvarade värdeandelarna. De fordringar som orsakas av kontoföringen kan knappast heller växa till särskilt stora belopp jämfört med de fordringar som uppkommer inom clearingverksamheten. Kommissionskontona och panträtterna rörande de på dem noterade värdeandelarna betjänar omsättningen. För att den till förvaringen av värdeandelar anslutna prissättningen och förvaringsavgifterna inte skall kunna äventyra clearingens, måste den registeransvariges lagstadgade

säkerhet komma i andra hand. Det vore inte heller lämpligt att den registeransvarige som den förste kunde få betalning ur kundens värdeandelar, då den registeransvariges fordran orsakas av att kommissionskontoinnehavarens, dvs. clearingorganisationens, en clearingmedlems eller en värdepappersförmedlares skyldigheter har försummats. Om den registeransvarige däremot har en sådan fordran på en kund som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton, måste den registeransvarige reagera innan värdeandelarna överförs från kundens värdeandelskonto. Därför stadgas att de panträtter som avses i förslaget har företrädare framför den registeransvariges rätt. Clearingorganisationen och en clearingmedlem har enligt stadgandet bättre rätt att få betalning för sin fordran än den registeransvarige, som inte behöver notera sin panträtt. Inte heller de rättigheter som clearingorganisationen eller en clearingmedlem har enligt det föreslagna stadgandet behöver noteras på kommissionskontot, utan denna rätt är i kraft direkt med stöd av lagen. Då det görs skillnad mellan olika kommissionskonton i enlighet med 16 § lagen om värdeandelskonton och med stöd därav utfärdade regler, uppnås samma offentlighetsgrad som med en pantnotering redan genom att värdeandelar överförs till ett kommissionskonto som utgör pant.

I det fall att en clearingorganisation tar på sig ansvaret för avslut som skall clearas, skall systemrisken minskas genom att clearingorganisationens rätt ges företrädare framför clearingmedlemmens rätt. Om en clearingorganisation och en clearingmedlems panträtt enligt stadgandet hänförs till samma värdeandelar, skall clearingorganisationen få betalning före clearingmedlemmen. Överlappande panträtt kan undvikas genom ett arrangemang där värdeandelarna överförs från den säljande clearingmedlemmens kommissionskonto till clearingorganisationens konto och från detta konto mot betalning till den köpande clearingmedlemmens kommissionskonto.

De panträtter som avses i stadgandets 1 och 2 mom. påminner om den registeransvariges panträtt såtillvida, att pantfordran i enlighet med 6 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton inte behöver noteras på det kommissionskonto som utgör pant.

Det centrala innebörden av den lagstadgade panträtten är att borgenärens rätt att realisera panten skall tryggas. Om denna rättig-

het stadgas i den föreslagna paragrafens 4 mom. Enligt stadgandet kan panthavaren realisera panten omedelbart om den motpresentation som sammanhänger med den pantsatta egendomen uteblir. Denna rätt skyddar för det första clearingorganisationen i en situation där den betalningsskyldiga clearingmedlemmen inte betalar i tid. Om clearingorganisationen inte tar ansvaret för överföringarna utgör stadgandet en garanti för clearingmedlemmens realisationsrätt i det fall att de övriga clearingmedlemmarna åsidosätter sina förpliktelser. En clearingmedlem kan dessutom omvandla panten till pengar i det fall att kundens betalningar dröjer. En sådan situation uppkommer då en köpande clearingmedlem har tagit emot pantegendomen på sitt kommissionskonto, men den kund som har givit köpuppdraget inte förmår betala köpesumman. En clearingmedlem har sådan realisationsrätt som avses i stadgandet endast då medlemmen själv har erlagt betalningen för värdeandelarna. Eftersom i clearingverksamheten kan delta värdepappersförmedlare som inte verkar som clearingmedlemmar, måste också de för förmedlares räkning verksamma clearingmedlemmarnas rättigheter tryggas. Av denna anledning stadgas i sista meningen i paragrafens 4 mom. om clearingmedlemmens realisationsrätt i det fall att en värdepappersförmedlare åsidosätter sina förpliktelser mot sin clearingmedlem.

På värdepappersmarknaden bestäms priserna på värdepapper som är föremål för kontinuerlig handel. På en effektivt fungerande marknad är det omöjligt att med någon större noggrannhet förutsäga prisförändringar, hur stora de blir eller ens i vilken riktning de kommer att gå. Parter som ofrivilligt innehåller värdepapper kan lida betydande förluster till följd av den prisrisk som är förenad med värdepapperen. När en kund inte betalar i tid, nödgas förmedlaren ofrivilligt bära den risk som är förenad med prisutvecklingen på värdepapperen. I syfte att minska prisrisken måste den föreslagna realisationsrätten kunna utnyttjas snabbt och effektivt. Därför föreslås att den som innehåller sådan panträtt som avses i paragrafen kan åsidosätta lagstadgandena som begränsar realisationen av panten. Lagstadganden som avses i förslaget är t.ex. 10 kap. 2 § (687/1988) handelsbalken, 76 § konkursstadgan, 5 kap. utskökningslagen, 12 och 13 §§ lagen om skuldsanering för privatpersoner

(57/1993) samt 17 och 19 §§ lagen om företagssanering (47/1993). Panthavarna skall kunna begränsa uppkomsten av förluster genom att sälja obetalda värdepapper direkt på marknaden. Uttryckligen den förlustmöjlighet som är förenad med värdepappersmarknaden berättigar förfarandet att avvika från principen om lika behandling av borgenärerna vid omvandlingen till pengar. Med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet är det ohållbart att panträttshavaren måste vänta t.ex. på att ett företags saneringsprogram fastställs. En snabb realisation i syfte att minimera förlusterna kan i själva verket förbättra också övriga borgenärs ställning, om det senare framgår att betalningen skall delas mellan borgenärerna eller erläggas till en enda borgenär.

Det naturligaste sättet att omvandla värdepapper till pengar är att sälja dem till gängse marknadspris. Ett avslut inom den offentliga handeln är ofta det säkraste sättet att realisera värdepapper, eftersom det ställs särskilda tillförlitlighetskrav på prisbildningen inom den offentliga handeln. Försäljning av värdepapper vid offentlig handel måste således enligt förslaget undantagslöst anses vara en tillåten metod att omvandla en pant till pengar. Enligt vad som stadgas är detta emellertid inte det enda möjliga realisations-sättet. Genom att flera alternativ står till buds kan bästa möjliga pris fås ur panten. Panthavaren kan emellertid enligt stadgandet sälja värdepapperen vid offentlig handel, också i det fall att ett bättre pris kunde fås genom ett avslut utanför den offentliga handeln. Om panthavaren omvandlar egendomen till pengar på ett sätt som klart kränker ägarens, gäldenärens eller andra borgenärs intressen, blir panthavaren enligt 9 kap. 2 § skyldig att ersätta den skada han åsamkat. De accentuerade tillförlitlighetskrav som ställs på clearingorganisationen och clearing-medlemmarna samt deras stabila förmögenhetsställning utgör garantier för att de ersättningsberättigade parternas krav blir tillgodosedda.

I fråga om värdepapper som har överlämnats till clearing gäller enligt den föreslagna paragrafens 5 mom. motsvarande rätt som i fråga om värdeandelar som har överförs till ett värdeandelskonto. I enlighet med de principer som framgår av 1 och 2 mom. kan panträtten gälla endast sålda och köpta värdepapper, däremot inte värdepapper som har överlåtits på något annat sätt. Inte heller

denna typ av panträtt förblir dold, eftersom värdepapperet kan överlätas i clearingorganisationens eller en clearingmedlems besittning. Värdepapperens ägare kan således inte ohederligt använda värdepapperen för någon annan överlåtelse eller pantsättning, vars motpart kunde åsamkas skada av den rättighet som avses i paragrafen. Vid realisation av värdepapper skall samma principer iaktas som vid realisation av värdepapper på ett kommissionskonto.

12 §. *Bemyndigande att utfärda bestämmelser.* Vederbörande ministeriet har rätt att utfärda närmare bestämmelser om de omständigheter som regleras i paragrafen. Bemyndigandet gäller för det första innehållet i clearingorganisationens koncessionsansökan samt de utredningar som skall fogas till den (1 punkten). En organisation som ansöker om koncession skall i sin ansökan beskriva hur clearingverksamheten skall bedrivas. Denna beskrivning i förening med en noggrann utredning av riskhanteringen är avgörande för de kostnader som ansökan medför. En tillräcklig noggrannhet är å andra sidan nödvändig med tanke på att den utredning som sökanden lämnar in läggs till grund för bedömningen av verksamheten med avseende på marknads tillförlitlighet och investerarskyddet. Det är av denna anledning påkallat att bereda vederbörande ministeriet möjlighet att utfärda detaljerade bestämmelser om vilka utredningar samtliga som sökt koncession av clearingorganisationen skall lämna in och på vilken nivå ansökningarna skall vara uppgjorda. Bestämmelserna kan gälla t.ex. utformningen av datasystembeskrivningen. Förhandsinformation om kraven förbättrar koncessionsförfarandets opartiskhet och förutsägbarhet. Myndigheterna har givetvis dessutom rätt att avkräva sökanden de tilläggsutredningar som den anser vara nödvändiga.

För det andra kan ministeriet utfärda bestämmelser om hur clearingverksamheten skall tryggas (2 punkten). Förlostrisken varierar inom olika clearingsystem. Också data-teknikens utveckling inverkar på clearings-systemens trygghet. Det är svårt att i lagen ställa några exakta krav på omständigheter av denna typ. Med tanke på marknads trygghet och tillförlitlighet är det likväl viktigt att den offentliga makten kan uppställa ytterligare villkor när det gäller tryggheten av systemens funktionsförmåga. Ministeriet kan t.ex. ställa krav på innehållet i ett för-

lustutjämningsavtal, försäkringarnas art och säkerhetsmarginalerna.

Den följande punkten i paragrafen om bemyndigande att utfärda bestämmelser gäller de krav som ställs på en clearingmedlem (3 punkten). Syftet med bemyndigandet är tudelat. Dels är avsikten med bestämmelsen att trygga clearingverksamhetens tillförlitlighet. Endast sådana sammanslutningar skall godtas som clearingmedlemmar, vilkas verksamhet lämpar sig för det systemalternativ som valts samt för de krav som ställs på tillförlitligheten. Eftersom till clearingmedlemmar enligt 8 § kan antas också andra sammanslutningar än sådana som är verk samma på värdepappersmarknaden och står under tillsyn enligt den gällande lagen, kan det på grund av de risker som är förenade med clearingsystemet vara motiverat att ställa särskilda säkerhetskrav på clearingmedlemmarna. Å andra sidan är det med tanke på konkurrensneutraliteten nödvändigt att clearingsystemen är så öppna som möjligt. Finska statens internationella förpliktelser förutsätter övervakning av att parterna inom clearingsystemen inte obefogat behandlas olika. För att dessa målsättningar skall kunna förverkligas på det mest ändamålsenliga sättet kan det förutsättas detaljerade myndighetsbestämmelser.

Vederbörande ministeriet föreslås bli bemyndigat att utfärda normer också enligt 2 § 4 mom., 3 § 3 mom. och i 4 § 4 mom. Dessa bemyndiganden avviker från vad som stagdas i paragrafen såtillvida, att de hänför sig till en enskild situation eller organisation. De bestämmelser som avses i den föreslagna paragrafen är däremot av en mera allmän karaktär. De skall omfatta samtliga clearingorganisationer eller alla de clearingorganisationer som fungerar på en viss delmarknad.

7 kap. Tillsyn över värdepappersmarknaden

1 §. *Tillsynsmyndighet.* Till 2 mom. i denna paragraf som gäller finansinspektionens rätt att inhämta information och granska verksamhet förslås bli fogat ett omnämnande om företag som ägs av en clearingorganisation eller sköter uppgifter i samband med en clearingorganisations verksamhet. En clearingorganisation och clearingmedlemmarna är enligt 2 § lagen om finansinspektionen tillsynsobjekt på vilka skall tillämpas lagen

om finansinspektionen. Sådana av en clearingorganisation ägda företag som avses i lagförslaget 4 a kap. 5 § 2 mom. och sådana företag som för en clearingorganisations räkning sköter uppgifter i anslutning till clearingverksamhet hör däremot inte till kategorin tillsynsobjekt. Det är dock nödvändigt för finansinspektionen att få uppgifter om dessa bolag, för att de risker som de åsamkar clearingverksamheten skall kunna bedömas tillräckligt noggrant. Genom att den i paragrafen stadgade informations- och granskningsrätten utsträcks också till serviceföretagen kan clearingverksamhetens trygghet förbättras. Finansinspektionen har med stöd av 11 § lagen om finansinspektionen rätt att få information av företag som hör till den krets inom vilket ett tillsynsobjekt utövar bestämmanderätt. Rätten att få information inskränker sig emellertid till sådana upplysningar som behövs för övervakningen av vederbörande. Finansinspektionens uppgift består enligt kapitlets 1 § i att övervaka iakttagandet av värdepappersmarknadslagen, vilket innebär att finansinspektionen utöver de företag som deltar i clearingorganisationens verksamhet skall övervaka också clearingverksamheten som en helhet. Enligt det tillägg som föreslås bli gjort till paragrafen kan finansinspektionen inhämta upplysningar av företag som avses i föreslagna 4 a kap. 5 § 2 mom., även om upplysningarna inte direkt ansluter sig till övervakningen av clearingorganisationen eller en clearingmedlem.

3 §. *Tystnadsplikt.* Den tystnadsplikt som avses i 1 mom. föreslås bli utsträckt till förtroendevalda och anställda hos en clearingorganisation och en clearingmedlem samt hos sådana företag som avses i föreslagna 4 a kap. 5 § 2 mom. Tystnadsplikten omfattar enligt den gällande lagen andra på värdepappersmarknaden verk samma sammanslutningar. I flera lagar som gäller finansmarknaden stadgas om verksamhetens konfidentiella karaktär. De som är anställda hos en clearingorganisation, en clearingmedlem och hos biträdande företag kan redan på grund av företagets övriga verksamhet höra till tillämpningsområdet för stadganden av detta slag. Eftersom företagen också kan inskränka sig till enbart clearingverksamhet, är det nödvändigt att till stadgandet om tystnadsplikten foga ett omnämnande om dem.

Till paragrafen föreslås inte i detta sammanhang i enlighet med artikel 25.7 i inve-

steringstjänstdirektivet bli fogat något stadgande om tillsynsmyndighetens rätt att vidarebefordra upplysningar till en clearingorganisation. Rätten att lämna upplysningar måste anses kunna gälla en sammanslutning som fungerar som en nationell central och betjänar marknaden på bred basis. Frågan redgörs särskilt, när ikraftsättandet av investeringstjänstdirektivet fortsätts. Varje medlemsstat som så önskar får beakta den nämnda artikeln i sin nationella lagstiftning. Inte heller föreslås någon utvidgning av den i 19 § 2 mom. lagen om finansinspektionen stadgade rätten för en myndighet att lämna upplysningar till sina tillsynsobjekt.

8 kap. Straffstadganden

2 a §. *Olovligt bedrivande av clearingorganisationsverksamhet.* För clearingorganisationsverksamhet skall enligt förslaget uppställas liknande koncessionskrav och verksamheten skall underställas samma övervakningssystem som fondbörsverksamheten och optionsföretagsverksamheten enligt gällande lag. Enligt kapitlets 2 § är det straffbart att bedriva offentlig handel i strid med kravet på fondbörskoncession. På motsvarande sätt kriminaliseras också bedrivande av optionsföretagsverksamhet utan lagstadgad koncession (5 kap. 3 § optionshandelslagen). Regeringen torde i närtid avlåta en proposition med förslag till lag om komplettering av strafflagen med stadganden om värdepappersmarknadsbrott. Enligt propositionen skall stadgandena om värdepappersmarknadsbrott förnyas och de stadganden som är förenade med hot om fängelsestraff skall överföras till strafflagen. Ett stadgande om olovligt bedrivande av fondbörsverksamhet skall enligt förslaget dock alltså finnas i kapitlets 2 § och ett motsvarande stadgande om optionsföretag i 5 kap. 3 § optionshandelslagen.

För att trygga iakttagandet av koncessionskraven föreslås att till kapitlet fogas ett mot stadgandena om olovlig fondbörsverksamhet och optionsföretagsverksamhet svarande straffstadgande om clearingorganisationssverksamhet. Enligt stadgandet skall det vara straffbart att bedriva verksamhet i strid med vad som i föreslagna 4 a kap. 1 § stadgas om koncession. Till sin ordalydelse motsvarar stadgandet det i 2 § i den ovan nämnda propositionen intagna stadgandet om olovligt bedrivande av offentlig handel.

10 kap. Särskilda stadganden

3 §. *Ändringssökande.* Till 1 mom. i värdepappersmarknadslagens stadgande om ändringssökande föreslås bli fogat ett förbud mot att söka ändring i statsrådets och vederbörande ministeriets beslut om clearingorganisationers koncession och fastställande av deras regler. Motsvarande förbud mot ändringssökande gäller enligt den gällande lagen ministeriets beslut om koncession och regler för fondbörser samt koncession och reglemente för optionsföretag. Förbudet kan motiveras på samma grunder som det förbud som gäller fondbörser. En clearingorganisations verksamhet och regler betjänar uttryckligen värdepappersmarknaden och allmänt intresse. Det är därför inte motiverat att tillåta ordinärt ändringssökande i beslut som gäller en clearingorganisations ansökan om koncession och fastställelse av reglerna. Ingen kan anses ha någon enskild rätt att få koncession eller att få sina regler fastställda med ett visst innehåll. Ett beslut om återkallande av en clearingorganisations koncession, begränsning av verksamheten, avbrytande av verksamheten, ändring av reglerna eller fastställelse av förlustdelningsavtal berör däremot direkt clearingorganisationens rätt. Därför begränsas inte möjligheten att söka ändring i dessa beslut av vederbörande ministeriet.

1.2. Lag om ändring av 52 § lagen om värdepappersföretag

52 §. *Förvaring av kundmedel.* Skyldigheten att hålla kundmedel åtskils utsträcks i 4 kap. 5 a § värdepappersmarknadslagen till samtliga värdepappersförmedlare. Andra kreditinstitut än depositionsbanker och filialkontor till utländska kreditinstitut som har rätt att ta emot depositioner får inte heller längre i sin egen bokföring notera kundmedel i bokslutet. De i värdepappersmarknadslagen stadgade förpliktelseerna gäller värdepappersföretag på samma sätt som andra värdepappersförmedlare. Den förenhetligade regleringen täcker den gällande regleringen som berör endast värdepappersföretag. Av denna anledning föreslås att det i lagen om värdepappersföretag ingående stadgandet om skyldigheten att hålla kundmedel åtskils skall ersättas med en hänvisning till 4 kap. 5 a § i värdepappersmarknadslagen.

1.3. Lag om ändring av 2 kap. 4 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer

2 kap. Optionsföretaget och marknadsparterna

4 §. *Optionsföretagets verksamhet.* Ett optionsföretag får enligt 2 kap. 4 § 1 mom. optionshandelslagen inom de gränser som vederbörande ministeriet ställer tillhandahålla clearing vid värdepappershandel och låneavtal. Rätten att cleara värdepappersavslut föreslås bli så begränsad att ett optionsföretag kan bedriva endast sådan clearingverksamhet som förutsätts för avveckling av derivatinstrument. Om optionsföretaget har för avsikt att tillhandahålla andra clearingtjänster rörande värdepapper, skall det ansöka om koncession enligt föreslagna 4 a kap. värdepappersmarknadslagen. För närvarande tillhandahåller optionsföretagen inte clearing av värdepappersavslut och vederbörande ministeriet har inte utfärdat sådana bestämmelser som avses i det gällande stadgandet. Eftersom fondbörsen inte längre automatiskt kommer att ha rätt att utan koncession bedriva clearingverksamhet, förutsätter jämvikten att också optionsföretagen frantas denna rätt. Avgörandet innebär att de sammanslutningar som drar försorg om marknadens funktion ges lika verksamhetsförutsättningar. Dessutom preciseras den rätt som optionsföretagen enligt den gällande lagen har att tillhandahålla tjänster i anslutning till värdepapperslån. Optionsföretagets rättigheter i detta avseende föreslås bli så ändrade att de motsvarar en clearingorganisations rättigheter. Stadgandet påverkar inte den rätt som optionsföretagen enligt de övriga stadgandena har att cleara standardiserade derivatinstrument. De instrument som avses i 4 kap. 5 a § värdepappersmarknadslagen standardiseras inte i enlighet med optionshandelslagen, utan finansinspektionens godkännande skall utverkas för avtalsvillkoren, eller villkoren skall fastställas som en del av optionsföretagets regler. För att en clearingorganisation i tillräckligt många avseenden skall ha motsvarande verksamhetsförutsättningar som ett optionsföretag, föreslås vidare att optionsföretag i likhet med clearingorganisationer skall få föra värdeandelsregister enligt vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet.

1.4. Lag om ändring av 28 § lagen om värdeandelssystemet

28 §. *Förvaltarregistrering.* Förslaget innebär att man genom förvaltarregistrering av värdeandelar som finns på ett kommissionskonto i samband med clearingverksamheten slipper att vid avvecklingen av aktietransaktioner införa dessa i aktiebolagets vänteförteckning. Härigenom kan det undvikas att marknadens funktion äventyras genom att köp- eller försäljningsavsikter offentliggörs. Samtidigt kan det undvikas att eventuella betalningsdröjsmål från kundernas sida i onödan blir offentliga. Genom att kommissionskontot på detta sätt anknyts till förvaltarregistreringen samt genom att värdeandelarna inte längre införs i vänteförteckningen, blir avvecklingsförfarandet effektivare och vissa brister i värdeandelsleveranserna elimineras.

1.5. Lag om ändring av 16 § lagen om värdeandelskonton

16 §. *Kommissionskonto.* Värdeandelssystemets betydelse på värdepappersmarknaden växer fortsättningsvis, i och med att allt flera emittenter ansluter sina värdepapper till värdeandelssystemet. Samtidigt måste större uppmärksamhet fästas vid clearing av värdeandelsaffärer. Avsikten med förslaget är att skapa förutsättningar bl.a. för att clearingförfarandet skall kunna skötas så effektivt, flexibelt och tillförlitligt som möjligt. Om de tillåtna tillvägagångssätten anges alltför snävt i lagen, kan vissa effektivitetsfördelar gå förlorade på marknaden. Ett med tanke på marknadens funktion betydligt bättre alternativ är att lagstiftaren nöjer sig med att i lagstiftningen skapa möjligheter att välja mellan olika verksamhetsmodeller. Lagen måste emellertid från den offentliga maktens synpunkt ställa upp vissa villkor som gäller tillförlitligheten, tryggheten och kostnadseffektiviteten. Dessa målsättningar ligger till grund också för förslaget till ändring av kommissionskontostadgandet i lagen om värdeandelskonton.

I sina propositioner med förslag till lagstiftning om värdeandelssystemet drog regeringen upp riktlinjerna för ett clearingsystem för värdeandelar. Kommissionskontona ansågs vara ett centralt element i detta. I sin proposition med förslag till lag om införande av lagen om värdeandelssystemet samt

den lagstiftning som har samband med den (RP 8/1991 rd.) konstaterade regeringen att stadgandet om kommissionskonton måste utvecklas i samband med att det clearingsystem som grundar sig på lagen tas i bruk. Enligt motiveringen till 5 § ikraftträdelselagen (1069/91), som gäller kommissionskonton, var avsikten med den i paragrafen stadgade begränsningen att förebygga missbruk av dessa konton medan lagstiftningen om clearingverksamhet bereddes. Den i paragrafen angivna noteringsbegränsningen gäller till dess att det stadgas närmare om användningen av kommissionskonton. Regeringens avsikt var att kommissionskontot skulle bli ett äkta clearingkonto, i samband med att lagstiftningen om clearingverksamhet trädde i kraft.

Samtidigt som det föreslås att clearingverksamheten skall regleras på lagnivå har det också ansetts nödvändigt att föreslå de ursprungligen planerade ändringarna i kommissionskontostadgandena. Regleringen föreslås bli genomförd i två etapper. Lagstadgandet innebär en utvidgning av den krets som har rätt att använda kommissionskonton. Om förfarandena vid användning av kommissionskonton samt om säkerhetskraven stadgas närmare genom värdepapperscentralens regler, som skall utfärdas innan kommissionskontona tas i bruk enligt förslaget. Då den i 4 a kap. 12 § nämnda lagstadgade panträtten hänförs till de föreslagna kommissionskontona, träder inte heller panträtten i kraft förrän reglerna har fastställts.

Enligt den gällande lagen kan kommissionskonton föras endast för värdepappersförmedlares räkning. Avsikten med förslaget är att det i samband med värdeandelsaffärer skall bli möjligt att utnyttja kommissionskonton effektivt och tryggt. Valet av de systemalternativ som clearingverksamheten förutsätter överlämnas å andra sidan avsiktligt till marknaden. Lagstiftningen tillåter varierande typer av clearingsystem, som parterna kan stå i olika relationer till. Också andra marknadsparter än värdepappersförmedlare kan enligt förslaget vara clearingmedlemmar. Å andra sidan behöver inte alla som kommer i kontakt med clearingsystemet nödvändigtvis vara clearingmedlemmar. Clearingkonton kan vara behövliga t.ex. för värdeandelsregister som förvarar värdeandelar samt för finska staten och Finlands Bank i samband med emission av värdeandelar i

främmande kapital. För att främja möjligast effektiva utnyttjande av clearingsystemet föreslås i 1 mom. att också andra samman slutningar än värdepappersförmedlare skall tillåtas använda kommissionskonton. Kommissionskonton kan öppnas för en fondbörs, en clearingorganisation, en clearingmedlem, ett optionsföretag, en registeransvarig samt för staten och Finlands Bank. Om också s.k. institutionella investerare tillåts bli clearingmedlemmar, utvidgas rätten att använda kommissionskonton till flera olika samman slutningstyper. Vilket system som väljs blir emellertid avgörande för om alla dessa skall kunna utnyttja kommissionskonton.

Den noteringsbegränsning som stadgas i ikraftträdelselagens 5 § 2 mom. skall tillämpas till dess att närmare stadganden om användningen av kommissionskonton har utfärdats. Enligt regeringens proposition kan närmare stadganden utfärdas genom lag eller förordning. I och med att clearingverksamhetens systemavgöranden överlämnas till marknaden, är det inte heller ändamålsenligt att i lagen uppställa snäva regler för användningen av kommissionskonton. Om dessa föreslås därför bli stadgat genom värdepapperscentralens regler. Enligt den gällande lagen kan på kontot noteras endast en till försäljning lämnad värdeandel, när avslutet om den är klart. Dessutom kan en sådan värdeandel överföras till köparkundens värdepappersförmedlares kommissionskonto. För att kommissionskontot skall kunna användas som ett äkta clearingkonto, kan det vara nödvändigt att slopa det nuvarande kravet på försäljningsavsikt. I reglerna kan de till användningen av kommissionskonton anslutna säkerhetskraven regleras tillräckligt detaljerat. Det kan t.ex. förutsättas att andra värdeandelar än de som är föremål för handel skall särskiljas från de värdeandelar som har bundits till leveranserna efter avsluten. Det kan likaså vara motiverat att hålla köpta respektive sålda värdeandelar på olika kommissionskonton. Clearingsystemet kan t.ex. utformas så att värdeandelarna i clearingens avvecklingsskede endast för några sekunder noteras på kommissionskontot. Inom ett sådant system avviker parternas ställning väsentligt från ett system där värdeandelarna överförs till ett kommissionskonto för flera dagar. I reglerna är det möjligt att tillräckligt flexibelt beakta dels investerarskyddet, dels kraven att marknaden skall fungera effektivt.

Kommissionskontona är inte avsedda för

någon längre förvaring av värdeandelar, utan de skall i första hand underlätta avvecklingen. De på kundernas kommissionskonto noterade värdeandelarnas ägarförhållanden specificeras inte inom värdeandelssystemet. Det av därför viktigt att värdeandelarna är noterade på dessa konton endast så länge att avvecklingen blir klar. Eftersom clearingtiden kan variera i olika system, är det inte möjligt att tillräckligt noggrant bestämma förvaringstiden i lagen. I reglerna kan emellertid tas in bestämmelser också om förvaringstidens längd. Sådana stadganden behövs också av den anledningen att aktievärdeandelar som har överförts till ett kommissionskonto enligt förslaget kan förvaltarregistreras. I reglerna kan det också bestämmas på vilket konto sådana värdeandelar skall noteras, som inte längre kan förvaras på ett kommissionskonto.

Genom att användningsmöjligheterna för kommissionskonton blir mångsidigare kan dessa konton också utnyttjas effektivare vid clearingen. En clearingmedlem kan för clearingens samla säljarkundernas värdeandelar på ett kommissionskonto. Därefter kan kontot användas för att fullgöra den vid clearingens eventuellt fastställda nettoförpliktelsen samt för den interna clearingens mellan kunderna. Kontots underlättar clearingverksamheten också i det fall att värdeandelsleveranserna fullgörs affär för affär. De sålda och köpta värdeandelarna kan i så fall hållas på kommissionskontona till dess att betalningarna för dem har erlagts. Kommissionskontona ansluter sig således inte längre enbart till handelskommissioner. Även om kommissionskontot till sin karaktär snarare blir ett clearingkonto, föreslås den vedertagna benämningen kommissionskonto inte bli ändrad.

Kommissionskontona förs för deras räkning som inom förvaringssystemet, dvs. inom värdeandelsregistren, har rätt att använda kontona. Eftersom samma stadganden gäller för kommissionskonton som för övriga värdeandelskonton, kan användningen av kontona och nyttjanderätten till dem ordnas på det sätt som bäst lämpar sig för clearingverksamheten. Det är t.ex. inte nödvändigt att en clearingmedlem har rätt att förfoga över de värdeandelar som har noterats på ett kommissionskonto. Sådant rätt kan i enlighet med lagen om värdeandelskonton ges också den clearingorganisation som sköter leveranserna. Den flexibla lagstiftningen möjliggör

alternativa lösningar.

I paragrafens 2 mom. stadgas en begränsning för användningen av kommissionskonton. Avsikten är framförallt att förbättra investerarskyddet, samtidigt som kommissionskontots användningsmöjligheter blir mångsidigare. De clearingmedlemmar som är berättigade att inneha kundmedel kan få rätt att disponera kommissionskonton som kundernas värdeandelar noteras på. Rätten att hantera kundmedel sammanhänger inte med den föreslagna lagstiftningen. För närvarande kan endast auktoriserade kreditinstitut och värdepappersföretag förfoga över kundmedel inom värdepappershandeln. Dessa clearingmedlemmar är enligt momentet skyldiga att hålla kundernas respektive kontoinnehavarens egna värdeandelar i eget kapital på skilda kommissionskonton. T.ex. en värdepappersförmedlare kan således vara tvungen att öppna två kommissionskonton för sin verksamhet. Därigenom blir det lättare att i enlighet med 4 kap. 5 a § värdepappersmarknadslagen hålla kundmedlen åtskilda. I värdepapperscentralens regler stadgas om de övriga säkerhetskraven.

Någon ändring föreslås inte i fråga om kommissionskontonas sakrättsliga status. Kontona är fortfarande värdeandelskonton och de på dem noterade värdeandelarna kan inte samtidigt vara noterade på något annat värdeandelskonto. Noteringen av en värdeandel på ett kommissionskonto innebär att kunden inte längre kan förfoga över den. De värdeandelar som har noterats på kundernas kommissionskonto ingår emellertid inte i kontoinnehavarens konkursbo och de kan således inte utmätas för kontoinnehavarens skuld. De på kontot noterade värdeandelarnas ägarförhållanden framgår av kontoinnehavarens kundfiler. Kontoinnehavaren skall omsorgsfullt föra bok över för vems räkning värdeandelarna på kommissionskontot förvaras. I regler som skall fastställas med stöd av det föreslagna stadgandet kan det bestämmas om den interna bokföringen av kommissionskontot samt om dateringen av uppgifterna om kontot. Stadganden kan utfärdas även i förordningen med stöd av 1 § 2 mom.

De värdeandelar som har noterats på de i paragrafen nämnda kommissionskontona kommer sannolikt att användas som säkerheter inom clearingsystemen. I paragrafens 3 mom. hänvisas av denna orsak till värdepappersmarknadslagens säkerhetsstadgande rör-

rande clearingverksamhet.

De stadganden som anges ovan skall stiftas på lagnivå, eftersom de innebär att användningen av kommissionskonton utvidgas i förhållande till den praxis som följer av gällande lag. Stadgandet i ikraftträdelselagen behöver emellertid inte upphävas särskilt, eftersom det upphör att gälla automatiskt i och med att den föreslagna ändringen av stadgandet om kommissionskonton träder i kraft.

1.6. Lag om upphävande av 3 a kap. 7 § 2 mom. lagen om aktiebolag

Bestämmelsen som underlättar användningen av kommissionskontot förutsätter upphävande av bestämmelsen om att aktier som har noterats på ett kommissionskonto skall införas i vänteförteckningen. Härigenom blir det möjligt att i enlighet med värdeandelslagstiftningens ursprungliga syfte skapa ett system som innebär att användning av kommissionskonton för försäljningsuppdrag i offentlighetshänseende jämföras med försäljningsreserveringssystemet.

2. Närmare stadganden och bestämmelser

Statsrådet gav den 17 juni 1993 ett principbeslut om förnyande av centralförvaltningen och regionförvaltningen. Beslutet innehåller bl.a. allmänna principer om myndigheternas normgivning. Enligt dem skall normstyrningen från lägre myndigheter föras upp till ministerienivån. Ministerierna skall för sin del fatta normbeslut som preciserar lagar och förordningar, då det inte är fråga om ärenden som på grund av sin samhälleliga eller ekonomiska betydelse ankommer på statsrådets allmänna sammanträde.

Det är typiskt för lagstiftningen om finansieringsmarknaden att tillsynsmyndigheten ges rätt att utfärda bindande och preciserande bestämmelser om tillsynsobjektens lagstadgade förpliktelser. T.ex. i kreditinstitutslagen ingår flera stadganden som gäller finansinspektionens bemyndigande att utfärda bestämmelser. En omständighet som talar för att tillsynsmyndigheten skall ges möjlighet att utfärda närmare bestämmelser om de krav som lagen ställer är att myndigheten har rätt att av tillsynsobjekten direkt få information om den ifrågakvarande verksamheten. Också enligt förslaget till 4 kap. 5 a §

värdepappersmarknadslagen bemyndigas finansinspektionen att utfärda bestämmelser bl.a. om värdepappersförmedlares interna clearing. Med tanke på enhetligheten i lagstiftningen om värdepappersmarknaden samt tryggheten i hanteringen av kundmedel har det ansetts nödvändigt att avvika från de allmänna åtgärdsbestämmelserna i statsrådets principbeslut. Finansinspektionens bestämmelser skall utfärdas i samband med lagens ikraftträdande. Den övriga normgivningen skall i enlighet med principbeslutet centraliseras till vederbörande ministeriet eller också föreslås den bli hänförd till en förordning.

De beslut som vederbörande ministeriet skall fatta enligt föreslagna 4 a kap. 12 § värdepappersmarknadslagen är avsedda att bli anpassade till clearingsystemens utveckling. Bestämmelserna kan vid behov sammanställas antingen till ett eller flera beslut. Stadgandets ordalydelse förutsätter inte nödvändigtvis att bestämmelserna utfärdas i samband med att lagen stiftas.

3. Ikraftträdande

De lagar som ansluter sig till propositionen föreslås träda i kraft genom i början av år 1998. De föreslagna stadgandena reglerar clearingverksamheten i rättsligt hänseende.

Vidare föreslås att en sammanslutning som bedriver sådan clearingorganisationsverksamhet som avses i lagen skall ansöka om koncession och fastställelse av sina regler inom sex månader efter att lagen trätt i kraft. Ikraftträdelsestadgandena motsvarar t.ex. det avgörande som omfattades i samband med att värdepappersmarknadslagen stiftades. Om en sammanslutning inte har fått koncession eller om dess regler inte har fastställts, skall den avsluta sin verksamhet inom ett år efter lagens ikraftträdande, om inte vederbörande ministeriet har beviljat uppskov.

Finland är medlem i Europeiska unionen sedan början av 1995. I enlighet med anslutningsavtalet blev EU-fördragets bestämmelser därmed bindande för finska staten. Genom fördraget ändrades bl.a. EEG-fördragets bestämmelser om förverkligande av den ekonomiska och monetära unionen. Enligt artikel 109 f i fördraget har Europeiska monetära institutet inrättats då den andra etappen för att förverkliga den ekonomiska och monetära unionen började. Institutet skall bl.a.

förbereda den ekonomiska och monetära unionens tredje etapp. Institutet skall också samråda om frågor som ligger inom de nationella centralbankernas kompetens och som inverkar på finansinstitutets och de finansiella marknadernas stabilitet. Enligt artikelns 6 punkt skall medlemsstaternas myndigheter på de villkor som rådet bestämmer höra institutet om varje förslag till rättsregler inom dess kompetensområde. På grundval härav gav rådet 22.11.1993 sitt beslut 93/717/EG om medlemsstaternas samråd med Europeiska monetära institutet om förslag till rättsregler. Till de projekt som institutet särskilt skall höras om hör enligt beslutets artikel 1 förslag till lagstiftning om clearing- och betalningssystem. Institutet

behöver emellertid inte höras då avsikten är att nationellt sätta i kraft bestämmelser i EG-direktiv. Institutet skall omedelbart meddela den myndighet som begär utlåtande om bestämmelserna i ett lagförslag hör till institutets kompetens eller ej. Enligt artikel 3 skall Europeiska monetära institutet höras i ett lämpligt skede så att dess yttrande kan beaktas innan myndigheten fattar beslut om innehållet. Enligt artikel 4 kan de nationella myndigheterna dock vid behov sätta en tidsfrist inom vilken Europeiska monetära institutet måste avge sitt yttrande, dock ej kortare än en månad.

Propositionen med förslag till lagstiftning om clearingverksamhet innehåller vissa förslag till stadganden som har samband med bestämmelserna i investeringstjänstdirektivet. Propositionen är emellertid i egentlig bemärkelse ett nationellt lagstiftningsprojekt, som Europeiska monetära institutet måste höras om. Institutets ställningstaganden kan i erforderlig utsträckning beaktas under riksdagsbehandlingen.

Med stöd av vad som anförs ovan föreläggs riksdagen följande lagförslag:

1.

Lag**om ändring av värdepappersmarknadslagen**

I enlighet med riksdagens beslut

ändras i värdepappersmarknadslagen av den 26 maj 1989 (495/1989) 1 kap. 1 § 1 mom., 3 kap. 3 § 1 mom., 4 kap. 5 a §, 7 kap. 1 § 2 mom. och 3 § 1 mom. samt 10 kap. 3 § 1 mom.,

av dessa lagrum 3 kap. 3 § 1 mom., 7 kap. 1 § 2 mom. och 10 kap. 3 § 1 mom. sådana de lyder i lagen (581/1996) och 4 kap. 5 a § sådant det lyder i lagen (1537/1995), samt

fogas till 1 kap. 4 §, sådant det lyder ändrat i lagen (740/1993 och 581/1996), ny 2 mom., varvid det nuvarande 5 mom. blir 3 mom., till lagen ett nytt 4 a kap. samt till 8 kap. en ny 2 a §, som följer:

1 kap.

Allmänna stadganden

1 §

Tillämpningsområde

Denna lag gäller sättande av värdepapper i omlopp bland allmänheten, omsättning av värdepapper som har satts i omlopp och clearingverksamhet samt offentlig handel med värdepapper.

4 §

Definitioner

I denna lag avses med:

1) *clearingverksamhet* bestämmande och avveckling på parter vägnar av förpliktelser som har uppkommit genom avslut vid offentlig värdepappershandel. Med clearingverksamhet avses även bestämmande och avveckling av förpliktelser vilka har uppkommit genom avslut eller överlåtelser utan samband med offentlig handel och avser värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet eller är föremål för offentlig handel, samt

2) *clearingorganisation* ett aktiebolag som

yrkesmässigt och regelbundet bedriver clearingverksamhet för sådana företags räkning, vilka har beviljats rätt att överlämna värdepappersavslut eller andra transaktioner till clearing hos en clearingorganisation (*clearingmedlemmar*).

3 kap.

Offentlig handel med värdepapper

3 §

Fondbörsens verksamhet

En fondbörs får utöver sin fondbörsverksamhet ordna annan offentlig handel, i anslutning till omsättningen och förvaringen av värdepapper tillhandahålla databehandlingstjänster samt utbildnings- och informationstjänster i samband med utvecklandet av värdepappers- och finansmarknaden. Fondbörsen får verka som clearingmedlem och bedriva clearingorganisationsverksamhet i enlighet med vad som stadgas i 4 a kap. samt föra värdeandelsregister i enlighet med vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet (826/1991). Fondbörsen får dessutom i enlighet med lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) bedriva optionsföretagsverksamhet.

4 kap.

**Värdepappershandel och
värdepappersförmedling**

5 a §

Värdepappersförmedlarnas verksamhet

En värdepappersförmedlare skall organisera förvaringen, hanteringen och clearingen av kunders penningmedel och annan egendom (*kundmedel*) som har anförtrots förmedlaren så att det inte finns risk för att de sammanblandas med förmedlarens egna medel och egendom. Kundmedel skall uppbevaras på ett säkert sätt och kunders penningmedel skall sättas in på konto i en depositionsbank eller i ett utländskt kreditinstitut filialkontor, om inte skriftligen avtalas om annan placering. En värdepappersförmedlare som inte är en depositionsbank eller filialkontor till ett utländskt kreditinstitut som har rätt att ta emot depositioner, skall i sin bokföring hålla kunders penningmedel åtskilda från sina egna tillgångar.

En värdepappersförmedlare får utan hinder av 5 § 1 mom. pantsätta en kunds värdepapper hos en clearingorganisation eller clearingmedlem, som säkerhet för uppfyllandet av förpliktelser som kunden har ådragit sig genom en värdepapperstransaktion.

En värdepappersförmedlare får för en kunds räkning avtala om lån (*värdepapperslån*) och om överföring av värdepapper i förening med återköpsvillkor (*repa*), ifall förmedlaren och kunden på förhand har ingått ett skriftligt uppdragsavtal om användning av kundens värdepapper för värdepapperslån och repor. Om annat inte avtalas med kunden kan för dennes räkning ingås endast sådana avtal om värdepapperslån eller repor, vilkas villkor finansinspektionen har godkänt och vilka i enlighet med 4 a kap. överlämnas till clearing hos en clearingorganisation.

Finansinspektionen godkänner villkoren för sådana återköpsavtal som avses i 47 b § lagen angående stämpelskatt och för sådana låneavtal som avses i 45 § inkomstskattelagen. Godkännande kan sökas av ett sådant tillsynsobjekt som avses i 2 § lagen om finansinspektionen (503/1993). Särskilt godkännande skall dock inte sökas om villkoren för återköpsavtalet enligt 3 kap. 4 § har fastställts som en del av fondbörsens regler eller

enligt 3 kap. 1 § 2 mom. lagen om handel med optioner och terminer har fastställts som en del av optionsföretagets reglemente.

Finansinspektionen kan för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden utfärda närmare bestämmelser om förmedlares skyldigheter när det gäller åtskiljning, förvaring och hantering av kundmedel, pantsättning av kunders värdepapper samt tryggnad av kundernas ställning vid clearingverksamhet.

4 a kap.

Clearingverksamhet

1 §

Koncessionstvång

Clearingorganisationsverksamhet får inte bedrivas utan vederbörande ministeriets tillstånd.

Om clearing av standardiserade derivatinstrument gäller vad som stadgas i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

2 §

Koncession

Koncession för bedrivande av clearingorganisationsverksamhet skall på ansökan beviljas ett finländskt aktiebolag vars ekonomiska verksamhetsbetingelser uppfyller de krav som kan ställas på en tillförlitlig clearingorganisationsverksamhet och som i sin verksamhet iaktar regler som ger investerare och clearingmedlemmar tillräckligt skydd. Dessutom skall det på grundvalen av tillgänglig utredning om organisationens ägare, förvaltning och verksamhet kunna säkerställas att clearingverksamheten bedrivs på ett tillförlitligt sätt och att clearingorganisationen leds med yrkesskicklighet samt enligt förnuftiga och trygga affärsprinciper. Koncession får emellertid inte beviljas om det strider mot allmänt intresse att organisationen inleder sin verksamhet.

Koncession kan beviljas sökande vars i sin helhet inbetalda aktiekapital uppgår till minst 30 miljoner mark. Om organisationen till följd av sin övriga verksamhet måste uppfylla annorstädes i lag stadgade kapitalkrav, skall det krav som anges i detta moment uppfyllas utöver de kraven.

Till ansökan skall fogas en detaljerad utredning om organiseringen av clearingverksamheten, om den därmed sammanhängande riskhanteringen samt om tryggheten av clearingorganisationens likviditet. Vederbörande ministerium kan på sökandens bekostnad inhämta särskild utredning för bedömning av sådana till ansökan eller clearingorganisationens regler anslutna omständigheter som förutsätter specialsakkunskap. Finlands Banks och finansinspektionens utlåtande skall inhämtas om ansökan. Om organisationens verksamhet kommer att omfatta clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet, skall utlåtande inhämtas vid behov också från värdepapperscentralen.

Vederbörande ministerium har rätt att, sedan det hört sökanden, bevilja koncession i förening med begränsningar och villkor som gäller clearingorganisationens verksamhet.

3 §

Återkallande av koncession samt begränsning och avbrytande av clearingverksamhet

Vederbörande ministerium kan återkalla en clearingorganisations koncession, om organisationen i sin verksamhet väsentligt har åsidosatt lag eller förordning eller sådana bestämmelser som en myndighet har utfärdat med stöd därav. Koncessionen kan också återkallas om organisationen i sin verksamhet har brutit mot sin bolagsordning, sina regler eller till koncessionen fogade villkor eller begränsningar eller om förutsättningar för beviljande av koncession inte längre är för handen. I stället för att återkalla koncessionen kan vederbörande ministerium begränsa clearingorganisationens verksamhet i enlighet med 2 mom., om detta kan anses vara en tillräcklig åtgärd.

Vederbörande ministerium kan för viss tid begränsa en clearingorganisations koncessionsenliga verksamhet om det i verksamheten har konstaterats oskicklighet eller oförsiktighet eller om det är uppenbart att organisationens verksamhet äventyrar stabiliteten på finansmarknaden eller investerarnas eller clearingmedlemmarnas fördel.

Vederbörande ministerium kan på framställning av finansinspektionen bestämma att en clearingorganisation skall avbryta sin clearingverksamhet för viss tid eller tills vidare, om det förekommer sådana störningar i clea-

ringverksamheten att dess fortsättning kan skada investerarnas eller clearingmedlemmarnas intressen. Vederbörande ministerium har rätt att utfärda bestämmelser om hur clearingverksamheten skall ordnas under avbrott i clearingorganisationens verksamhet.

4 §

Clearingorganisationens regler

En clearingorganisation skall ha regler som kompletterar vad som i denna lag stadgas om clearingorganisationsverksamhet. Reglerna och ändringar i dem skall fastställas av vederbörande ministeriet. Innan reglerna eller ändringar av dem fastställs skall ministeriet inhämta Finlands Banks och finansinspektionens utlåtanden. Om organisationens verksamhet omfattar clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet, skall också värdepapperscentralens utlåtande inhämtas vid behov.

Reglerna kan fastställas om de innehåller med tanke på skyddet av investerarna och clearingmedlemmarna tillräckliga föreskrifter om

1) vilka typer av värdepappersavslut eller andra överlåtelser som clearingorganisationens verksamhet omfattar,

2) hur och när clearingverksamheten ordnas,

3) hur och på vilka grunder clearingmedlemskap beviljas och återkallas,

4) hur de av ett värdepappersavslut eller en annan överlåtelse följande förpliktelserna skall definieras vid clearingverksamheten,

5) hur förpliktelserna skall fastställas som bindande för handelsparterna och clearingmedlemmarna,

6) hur clearingorganisationen ansvarar för att förpliktelserna fullgörs,

7) hur snabbt och på vilket sätt förpliktelserna skall fullgöras,

8) hur clearingorganisationens likviditet skall tryggas,

9) hur de i 7 § angivna säkerheterna för clearingverksamheten skall ställas,

10) hur förlustrisken i samband med clearingverksamheten skall täckas,

11) hur clearingverksamheten skall ordnas i störningssituationer eller i det fall att en clearingmedlem åsidosätter sina till clearingverksamheten hörande förpliktelser,

12) hur clearingmedlemmarna ansvarar för clearingverksamheten, samt

13) hur beslutsfattandet om att komplettera regler har delats mellan styrelsen och verkställande direktören.

Om en clearingorganisation i enlighet med 5 § 1 mom. 1 punkten bedriver clearing av avtal om värdepapperslån och repor eller om clearingorganisationen gör avräkning av parternas förpliktelser mot varandra i enlighet med lagen om vissa villkor vid värdepappers- och valutahandel (588/1997), skall föreskrifter om denna verksamhet tas in i clearingorganisationens regler.

Vederbörande ministerium kan bestämma att reglerna skall ändras eller kompletteras. Om ett viktigt allmänt intresse förutsätter att det ordnas clearingverksamhet och om en clearingorganisations regler eller en ändring av dem inte har fastställts på grund av att ansökan har avslagits eller av någon annan orsak, kan vederbörande ministeriet bestämma hur clearingverksamheten skall ordnas.

5 §

Clearingorganisationens affärsverksamhet

En clearingorganisation får utöver sådan clearingorganisationsverksamhet som avses i 1 kap. 4 § 2 mom., under de förutsättningar som anges i koncessionen,

1) cleara avtal om värdepapperslån och repor som gäller i 4 kap. 5 a § 3 mom. definierade värdepapper, om finansinspektionen har godkänt avtalsvillkoren,

2) tillhandahålla databehandlingstjänster i samband med omsättning och förvaring av värdepapper samt utbildnings-, informations- och databehandlingstjänster i samband med utvecklande av värdepappers- och finansmarknaden,

3) bedriva värdepapperscentralens verksamhet och föra värdeandelsregister enligt vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet,

4) bedriva fondbörsverksamhet och ordna annan offentlig handel med värdepapper samt fungera som clearingmedlem enligt vad som stadgas i denna lag, samt

5) bedriva optionsföretagsverksamhet enligt vad som stadgas i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

En clearingorganisation får inte äga aktier eller andelar i andra företag än sådana som producerar tjänster som avses i denna paragraf, om inte finansinspektionen av någon särskild anledning beviljar undantag från

denna begränsning. Clearingorganisationen får låta ett annat företag sköta uppgifter som hör till den i reglerna angivna clearingverksamheten. För verksamhet som bedrivs av företag som sköter till clearingverksamheten hörande uppgifter ansvarar clearingorganisationen gentemot clearingmedlemmarna såsom för sin egen verksamhet, om inte annat följer av lagen om värdeandelssystemet eller lagen om värdeandelskonton (827/1991). Clearingorganisationens tillgångar skall placeras på ett säkert och med tanke på organisationens likviditet betryggande sätt.

En clearingorganisation får inte bedriva annan verksamhet än sådan som avses i denna paragraf. Affärsverksamhet av det slag som avses i denna paragraf får inte äventyra clearingverksamheten.

6 §

Begränsning av inflytande

På en clearingorganisations stämma får ingen rösta med mera än en tjugondedel av det röstetal som är företrätt på stämman, om inte statsrådet av särskilda skäl medger undantag från denna begränsning.

Då det för att ett beslut vid stämman skall vara giltigt krävs kvalificerad röstmajoritet, bedöms majoriteten på grundval av de röster som har beräknats enligt 1 mom.

Om en clearingorganisation har sådan koncession som avses i 3 kap. 2 § denna lag eller 2 kap. 2 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer, skall på organisationen tillämpas begränsningen som följer av denna paragraf, i stället för 3 kap. 8 § denna lag eller 2 kap. 7 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

7 §

Tryggande av clearingorganisationsverksamheten

En clearingorganisation kan för att trygga sin verksamhet avtala med clearingmedlemmarna om delning av eventuella förluster inom clearingorganisationsverksamheten. En clearingmedlems ansvar kan avtalas inskränka sig till endast en del av clearingorganisationens verksamhet och dessutom kan en övre gräns bestämmas för ansvaret. För avtalet skall utverkas vederbörande ministeriets

fastställelse. Innan avtalet fastställs skall ministeriet inhämta utlåtanden från Finlands Bank och finansinspektionen. Om organisationens verksamhet omfattar clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandels-systemet, skall vid behov också värdepapperscentralens utlåtande inhämtas. En clearingmedlem kan i stället för förlustdelningsavtal skaffa en försäkring eller garanti som helt eller delvis tryggar clearingorganisationens verksamhet.

En clearingorganisation skall kontinuerligt täcka sina inom clearingverksamheten uppkommande ansvarsförbindelser genom att avkräva clearingmedlemmarna säkerheter.

En clearingorganisation skall ha en clearingfond, som i en clearingorganisationens balansräkning får noteras som en särskild post av det egna kapitalet. En clearingfonds tillgångar skall avsättas enligt vad som föreskrivs i fondens och clearingorganisationens regler eller, om fonden noteras som en särskild post i clearingorganisationens balansräkning, i bolagsordningen. Clearingorganisationens bolagsstämma kan besluta att ett visst belopp av det fria egna kapital som balansräkningen utvisar skall överföras till clearingfonden. I clearingorganisationens regler kan dessutom bestämmas att clearingmedlemmarna är skyldiga att avsätta medel till clearingfonden. Clearingfonden får användas för täckning av i samband med clearingverksamheten uppkomna förluster. Clearingfonden får återbetalas till clearingmedlemmarna eller användas för vinstutdelning endast med finansinspektionens tillstånd eller när clearingorganisationen upplöses.

Clearingorganisationens egna tillgångar, förlustdelningsavtal, clearingfond samt de för clearingorganisationen ställda säkerheterna, tagna försäkringarna och givna garantier skall vara tillräckliga med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet.

8 §

Clearingmedlemmar

Clearingmedlemskap i en clearingorganisation skall beviljas finska staten, Finlands Bank, fondbörsen, optionsföretaget samt värdepappersförmedlare

1) som har fast verksamhetsställe i Finland,

2) som uppfyller de krav som i denna lag, med stöd därav utfärdade bestämmelser och

i clearingorganisationens regler ställs på en clearingpart,

3) som förbinder sig att iaktta clearingorganisationens regler,

4) vars deltagande i clearingorganisationens verksamhet inte är ägnat att äventyra tillförlitligheten i clearingverksamheten eller clearingorganisationens övriga verksamhet och

5) vars aktiekapital uppgår till minst fem miljoner mark.

Clearingmedlemskap i en clearingorganisation får dessutom beviljas sådana utländska värdepappersförmedlare som av en myndighet inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet har fått verksamhetstillstånd motsvarande i Finland beviljad koncession för värdepappersförmedlare, som inte har fast verksamhetsställe i Finland och som uppfyller de krav som ställs i 1 mom. 2—5 punkterna. På de villkor som vederbörande ministeriet bestämmer kan clearingmedlemskap beviljas också andra finländska och utländska företag som uppfyller förutsättningarna i 1 mom. 2—5 punkterna.

Clearingmedlemskapet skall återkallas om medlemmen inte längre uppfyller de krav som anges i denna paragraf eller om finansinspektionen för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden eller av något annat särskilt vägande skäl så beslutar.

Clearingsorganisationen skall underrätta finansinspektionen om beslut som berör en clearingmedlems ställning. Företag som ansöker om clearingmedlemskap samt företag vars medlemskap återkallats har rätt att hänskjuta clearingorganisationens beslut som avses i 1, 2 och 3 mom. till finansinspektionen inom 30 dagar efter att beslutet fattades. Finansinspektionen skall underrätta clearingorganisationen om att ärendet har hänskjutits till finansinspektionen.

Vad som i 4 kap. 5 § stadgas om värdepappersförmedlares skyldighet att hålla kundmedel åtskilda och om förmedlarens avtal om värdepapperslån och repor skall tillämpas också på clearingmedlemmar.

9 §

Tryggande av clearingmedlemmars ställning

En clearingorganisation skall se till att clearingmedlemmarna inte i samband med organisationens verksamhet löper risk att förlora vad de har fullgjort utan att få någon

motprestation. En clearingorganisation får inte uppfylla en av ett avslut eller en överlåtelse följande förpliktelse gentemot en clearingmedlem utan att förvissa sig om att denne har uppfyllt sina egna förpliktelser i samband med avslutet eller överlåtelsen.

En clearingorganisation får i sitt eget namn öppna ett för clearingen avsett konto i Finlands Bank, i en depositionsbank eller i ett filialkontor till ett utländskt kreditinstitut som tar emot depositioner, för att genom kontot sköta betalningsrörelsen i samband clearingmedlemmarnas och dessas kunders transaktioner. De medel som finns på ett sådant konto tillhör inte clearingorganisationen och denna skall i sin bokföring separera dem från sina egna medel. Clearingorganisationen skall i realtid registrera vem de medel som finns på kontot tillhör. Finansinspektionen kan i syfte att förstärka förtroendet för värdepappersmarknaden meddela clearingorganisationen närmare föreskrifter om separationen av kundmedlen på de av clearingorganisationen enligt detta moment öppnade kontona samt om tryggheten av kundernas ställning inom clearing.

10 §

Clearingmedlemmars kontrollskyldighet

Clearingmedlemmen skall genom överföring av besittningen till värdepapperen, genom insättning av kundens penningmedel på ett i 4 kap. 5 a § 1 mom. angivet konto i en depositionsbank eller ett utländskt kreditinstituts filialkontor, genom sådan notering som avses i 9 eller 16 § lagen om värdeandelskonton eller annars tillräckligt omsorgsfullt förvissa sig om att de av avslutet eller överlåtelsen följande betalnings- eller leveransförpliktelserna kan uppfyllas i enlighet med clearingorganisationens regler.

Om ett värdepappersavslut eller en annan överlåtelse som har lämnats till clearing inte kan clearas i enlighet med de avtalade villkoren eller clearingorganisationens regler av den anledningen att clearingmedlemmen har väsentligt åsidosatt sina förpliktelser enligt 1 mom. eller andra förpliktelser som följer av lag, myndighetsbestämmelser eller clearingorganisationens regler, och clearing av avslutet eller överlåtelsen av denna anledning drar ut på tiden, blir clearingmedlemmen om så krävs skyldig att till den clearingmedlem som är oskyldig till försummel-

sen eller dröjsmålet eller, när clearingorganisationen enligt sina regler övertar ansvaret för att avslutet eller överlåtelsen genomförs, till clearingorganisationen enligt vad som stadgas i clearingorganisationens regler betala en ersättning på grund av dröjsmålet. I fråga om ersättningen gäller dessutom vad som stadgas i 9 kap. 2 §.

11 §

Clearingorganisationers och clearingmedlemmars panträtt

Till säkerhet för fullgörandet av förpliktelser som ansluter sig till värdepappersavslut som en clearingmedlem har lämnat till clearing har clearingorganisationen panträtt i en värdeandel som till följd av avslutet har noterats på ett sådant i 16 § lagen om värdeandelskonton angivet kommissionskonto som förs för clearingorganisationens, clearingmedlemmens eller värdepappersförmedlarens räkning. Clearingorganisationen får panträtt i det fall att den har betalat värdeandelarna eller övertagit ansvaret för betalningen.

En clearingmedlem har panträtt i egna värdeandelar eller i en kunds värdeandelar som har noterats på ett kommissionskonto som förs för den värdepappersförmedlares räkning som clearingmedlemmen företräder, till säkerhet för de förpliktelser som följer av uppdraget rörande värdeandelarna, förutsatt att clearingmedlemmen har betalat för dem.

Om det i samma värdeandelar samtidigt gäller panträtt som avses i 1 och 2 mom. samt sådan rätt som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton, får den som innehar en rättighet som avses i 1 mom. sin fordran betald före den som innehar en sådan rättighet som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton. En clearingmedlem som har panträtt som avses i 2 mom. får sin fordran betald före den som innehar en sådan rättighet som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton.

Om en i 1 eller 2 mom. nämnd förpliktelse rörande pantsatt egendom åsidosätts, får panthavaren omvandla egendomen till pengar för att clearingens skall kunna verkställas. Om den pantsatta egendomen är ett värdepapper som är föremål för offentlig handel, kan värdepapperet omvandlas till pengar vid offentlig handel. Vid omvandlingen till pengar är det också annars möjligt att avvika från lagstadganden som begränsar panthava-

rens rätt, om inte avvikelserna oskäligen äventyrar pantägarens, gäldenärens eller de övriga borgenärernas rätt. En clearingmedlem har rätt att omvandla pantsatt egendom till pengar också i det fall att en värdepappersförmedlare som inte är clearingmedlem åsidosätter sina förpliktelser till följd av det avslut som skall clearas.

Vad som i denna paragraf stadgas om värdeandelar som har noterats på kommissionsskonton skall på motsvarande sätt tillämpas i fråga om sålda och köpta värdepapper som har lämnats till en clearingorganisation eller en clearingmedlem för clearing.

12 §

Bemyndigande att utfärda bestämmelser

Vederbörande ministerium kan utfärda närmare bestämmelser om

1) innehållet i en sådan ansökan som avses i 3 § 1 mom. samt om de utredningar som skall fogas till ansökan,

2) de stadganden som skall iakttas vid tryggande av clearingverksamhet enligt 7 § samt om täckande av förlustrisk och om

3) de krav som enligt 8 § skall ställas på en clearingmedlem.

7 kap.

Tillsyn över värdepappersmarknaden

1 §

Tillsynsmyndighet

Finansinspektionen har rätt att av den som emitterat värdepapper som är föremål för offentlig handel, den som är skyldig att offentliggöra prospekt som avses i 2 kap. 3 §, den som är informationsskyldig i enlighet med 2 kap. 9 och 10 §§, företag som enligt 4 a kap. 5 § 2 mom. ägs av en clearingsorganisation eller sköter uppgifter i samband med clearingverksamhet, sammanslutningar och stiftelser som avses i 5 kap. 2, 3 och 4 §§ samt av anbudsgivare som avses i 6 kap. 1 § och aktieägare som avses i 6 kap. 6 § och av andra inlösningsskyldiga få de upplysningar som tillsynen förutsätter och kopior av handlingar som finansinspektionen anser vara nödvändiga för tillsynen. Finansinspektionen har även rätt att förrätta för

tillsynen nödvändiga inspektioner hos de i lagrummen angivna sammanslutningarna och stiftelserna.

3 §

Tystnadsplikt

Den som vid fullgörande av uppdrag som avses i denna lag eller som medlem eller suppleant i ett organ eller som anställd hos en fondbörs, värdepappersförmedlare, clearingorganisation, clearingmedlem, ett företag som avses i 4 a kap. 5 § 2 mom. eller en sammanslutning av värdepappersförmedlare som avses i 3 kap. 13 § 3 mom. har fått kännedom om en icke offentliggjord uppgift om en emittents eller någon annans ekonomiska ställning eller om en omständighet som gäller deras enskilda förhållanden eller en affärs- eller yrkeshemlighet, får inte yppa eller på något annat sätt röja eller utnyttja uppgifterna, om det inte har stadgats eller vederbörligen bestämts att de skall yppas eller om inte den till vars förmån tystnadsplikten gäller ger sitt samtycke.

8 kap.

Straffstadganden

2 a §

Olovligt bedrivande av clearingorganisationsverksamhet

Den som uppsåtligt eller av grov oaktsamhet bedriver clearingorganisationsverksamhet i strid med 4 a kap. 1 § skall, om inte gärningen är ringa eller strängare straff stadgas i någon annan lag, för olovligt bedrivande av clearingorganisationsverksamhet dömas till böter eller fängelse i högst ett år.

10 kap.

Särskilda stadganden

3 §

Ändringssökande

Ändring i beslut som statsrådet eller vederbörande ministeriet har meddelat med

stöd av 3 kap. 2 § 1 mom., 4 § 2 mom., 13 § 3 mom. och 14 § 1 mom. samt 4 a kap. 2 § och 4 § 1 mom. får inte sökas genom besvär.

Denna lag träder i kraft den 199 .

Ansökan om koncession för en clearingorganisation, om fastställande av clearingorganisationens regler och förlustdelningsavtal, om undantag från begränsning av inflytande samt om clearingmedlemskap kan tas till behandling redan innan lagen träder i kraft. Före lagens ikraftträdande kan också fattas beslut om sådana ansökningar och vidtas andra åtgärder som verkställigheten av lagen förutsätter.

Den som när denna lag träder i kraft bedriver clearingorganisationsverksamhet, skall ansöka om koncession och fastställelse av regler eller upphöra med verksamheten inom sex månader från lagens ikraftträdande. Om koncession och fastställelse av regler har sökts inom utsatt tid, men koncession inte beviljats eller regler inte fastställts inom ett år från denna lagens ikraftträdande, skall clearingorganisationsverksamheten avslutas om inte vederbörande ministeriet av någon särskild orsak beviljar förlängning av verksamhetstiden.

En sådan clearingmedlem, som inte när denna lag träder i kraft uppfyller villkoren enligt 4 a kap. 8 § 1 mom., skall inom ett år från det att denna lag har trätt i kraft se till att villkoren blir uppfyllda eller inom nämnda tid upphöra med clearingmedlemmens verksamhet.

2.

Lag

om ändring av 52 § lagen om värdepappersföretag

I enlighet med riksdagens beslut *ändras* i lagen av den 26 juli 1996 om värdepappersföretag (579/1996) 52 § 1 mom., som följer:

52 §

Förvaring av kundmedel

som har influtit vid försäljning av egendom, gäller vad som stadgas i 4 kap. 5 a § värdepappersmarknadslagen.

Om förvaring av medel som har överlämnats till ett värdepappersföretag för förvaring, placering eller annan förvaltning eller

Denna lag träder i kraft den 199 .

3.

Lag**om ändring av 2 kap. 4 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer**

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 26 augusti 1988 om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) 2 kap. 4 § 1 mom., sådant det lyder ändrat i lagen (599/1997), som följer:

2 kap.

Optionsföretaget och marknadsparterna

4 §

Optionsföretagets verksamhet

Ett optionsföretag får utöver den verksamhet som idkas i företaget tillhandahålla sådana data-, informations- och databehandlingstjänster som hänför sig till utvecklandet av options- och terminsmarknaden eller kredit- och värdepappersmarknaden samt clearing av avtal om värdepapperslån och repor rörande värdepapper som avses i 4 kap. 5 a § 3 och 4 mom. värdepappersmarknadslagen, om finansinspektionen har godkänt avtalsvillkoren eller om villkoren har fastställts

som en del av optionsföretagets regler. Ett optionsföretag får också tillhandahålla till clearingverksamhet anslutna tjänster som avses i värdepappersmarknadslagen, i en sådan utsträckning som options- och terminsavtalen förutsätter. Ett optionsföretag får verka som clearingmedlem och bedriva clearingorganisationsverksamhet enligt vad som stadgas i 4 a kap. värdepappersmarknadslagen. Ett optionsföretag får föra värdeandelsregister enligt vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet (826/1991). Om optionsföretagets rätt att idka börsverksamhet med värdepapper stadgas särskilt.

—————
Denna lag träder i kraft den 199 .

4.

Lag**om ändring av 28 § lagen om värdeandelssystemet**

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 17 maj 1991 om värdeandelssystemet (826/1991) 28 § 1 mom., sådant det lyder ändrat i lagen (1386/1995 och 1073/1996), som följer:

28 §

Förvaltarregistrering

Om en värdeandel har noterats på ett sådant förvaltningskonto som avses i 5 a § lagen om värdeandelskonton eller på ett kommissionskonto som avses i 16 § nämnda lagen eller om ett internationellt depåbevis har utfärdats för värdeandelen, skall i den förteckning som avses i 4 § i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen. I förteckningen kan också anmars i stället för ägaren antecknas den som

sköter förvaltarregistreringen, om en utlåning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse äger värdeandelen. Förvaltarregistreringen kan skötas av innehavaren av ett förvaltningskonto eller ett kommissionskonto eller en registeransvarig eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen. För uppgiften att sköta förvaltarregistreringen kan värdepapperscentralen också godkänna en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och för-

valtning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna. Vederbörande ministerium kan begränsa rätten att förvaltarregistrera värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. och som inte är föremål för offentlig handel

i utlandet.

Denna lag träder i kraft den 199 .

5.

Lag

om ändring av 16 § lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut

ändras i lagen av den 17 maj 1991 om värdeandelskonton (827/1991) 16 §, sådant det lyder ändrat i lagen (1074/1996), som följer:

16 §

Kommissionskonto

Över registeransvarigas, i 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen (495/1989) nämnda fondbörsers, värdepappersförmedlares, clearingorganisationers och clearingmedlemmars, i 3 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) nämnda optionsföretags, finska statens och Finlands Banks värdeandelar samt över värdeandelar som tillhör dessas kunder kan för sammanslutningarnas räkning, enligt vad som närmare utfärdas i värdepapperscentralens regler, föras särskilda värdeandelskonton (*kommissionskonton*) i syfte att ordna verksamheten hos en sådan clearingorganisation som nämns i 4 a kap. värdepappersmarknadslagen. Värdepapperscentralen kan

godkänna som kontoinnehavare av ett kommissionskonto också en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna.

Kontoinnehavarens och kundernas värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. lagen om värdeandelssystemet får inte noteras på samma kommissionskonto.

Om panträtt som hänför sig till sådana kommissionskonton som avses i denna paragraf stadgas i 4 a kap. 11 §.

Denna lag träder i kraft den 199 .

6.**Lag****om upphävande av 3 a kap. 7 § 2 mom. lagen om aktiebolag**

I enlighet med riksdagens beslut stadgas:

1 §	2 §
Härmed upphävs 3 a kap. 7 § 2 mom. la- gen den 29 september 1978 om aktiebolag (734/1978).	Denna lag träder i kraft den 199 .

Helsingfors den 31 oktober 1997

Republikens President

MARTTI AHTISAARI

Minister Jouko Skinnari

1.

Lag**om ändring av värdepappersmarknadslagen**

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i värdepappersmarknadslagen av den 26 maj 1989 (495/1989) 1 kap. 1 § 1 mom., 3 kap. 3 § 1 mom., 4 kap. 5 a §, 7 kap. 1 § 2 mom. och 3 § 1 mom. samt 10 kap. 3 § 1 mom.,
 av dessa lagrum 3 kap. 3 § 1 mom., 7 kap. 1 § 2 mom. och 10 kap. 3 § 1 mom. sådana de lyder i lagen (581/1996) och 4 kap. 5 a § sådant det lyder i lagen (1537/1995), samt
fogas till 1 kap. 4 §, sådant det lyder ändrat i lagen (740/1993 och 581/1996), ny 2 mom., varvid det nuvarande 5 mom. blir 3 mom., till lagen ett nytt 4 a kap. samt till 8 kap. en ny 2 a §, som följer:

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

1 kap.

Allmänna stadganden

1 §

1 §

*Tillämpningsområde**Tillämpningsområde*

Denna lag gäller sättande av värdepapper i omlopp bland allmänheten och omsättning av värdepapper som har satts i omlopp samt offentlig handel med värdepapper.

Denna lag gäller sättande av värdepapper i omlopp bland allmänheten, omsättning av värdepapper som har satts i omlopp *och clearingverksamhet* samt offentlig handel med värdepapper.

4 §

4 §

*Definitioner**Definitioner*

I denna lag avses med:

1) *clearingverksamhet* bestämmande och avveckling på parternas vägnar av förpliktelser som har uppkommit genom avslut vid offentlig värdepappershandel. Med *clearingverksamhet* avses även bestämmande och avveckling av förpliktelser vilka har uppkommit genom avslut eller överlåtelse utan samband med offentlig handel och avser värdepapper som har anslutits till värdepapperssystemet eller är föremål för offentlig handel, samt

2) *clearingorganisation* ett aktiebolag som yrkesmässigt och regelbundet bedriver clea-

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

ringverksamhet för sådana företags räkning, vilka har beviljats rätt att överlämna värdepappersavslut eller andra transaktioner till clearing hos en clearingorganisation (clearingmedlemmar).

3 kap.

Offentlig handel med värdepapper

3 §

Fondbörsens verksamhet

En fondbörs får utöver sin fondbörsverksamhet ordna annan offentlig handel samt tillhandahålla clearing-, databehandlings- och hemulsgarantitjänster i samband med omsättningen och förvaringen av värdepapper samt utbildnings- och informationstjänster i samband med utvecklandet av värdepappers- och finansmarknaden. Fondbörsen får dessutom enligt lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) bedriva optionsföretagsverksamhet.

3 §

Fondbörsens verksamhet

En fondbörs får utöver sin fondbörsverksamhet ordna annan offentlig handel, i anslutning till omsättningen och förvaringen av värdepapper tillhandahålla databehandlingstjänster samt utbildnings- och informationstjänster i samband med utvecklandet av värdepappers- och finansmarknaden. Fondbörsen får verka som clearingmedlem och bedriva clearingorganisationsverksamhet i enlighet med vad som stadgas i 4 a kap. samt föra värdeandelsregister i enlighet med vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet (826/1991). Fondbörsen får dessutom i enlighet med lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) bedriva optionsföretagsverksamhet.

4 kap.

Värdepappershandel och värdepappersförmedling

5 a §

Värdepappersförmedlarnas verksamhet

5 a §

Värdepappersförmedlarnas verksamhet

En värdepappersförmedlare skall organisera förvaringen, hanteringen och clearingen av kunders penningmedel och annan egendom (kundmedel) som har anförtratts förmedlaren så att det inte finns risk för att de sammanblandas med förmedlarens egna medel och egendom. Kundmedel skall uppbevaras på ett säkert sätt och kunders penningmedel skall sättas in på konto i en depositionsbank eller i ett utländskt kreditinstituts filialkontor, om inte skriftligen avtalas om annan placering. En värdepappersförmedlare

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

som inte är en depositionsbank eller filialkontor till ett utländskt kreditinstitut som har rätt att ta emot depositioner, skall i sin bokföring hålla kunders penningmedel åtskilda från sina egna tillgångar.

En värdepappersförmedlare får utan hinder av 5 § 1 mom. pantsätta en kunds värdepapper hos en clearingorganisation eller clearingmedlem, som säkerhet för uppfyllandet av förpliktelser som kunden har ådragit sig genom en värdepapperstransaktion.

En värdepappersförmedlare får för en kunds räkning avtala om lån (värdepapperslån) och om överföring av värdepapper i förening med återköpsvillkor (repa), ifall förmedlaren och kunden på förhand har ingått ett skriftligt uppdragsavtal om användning av kundens värdepapper för värdepapperslån och repor. Om annat inte avtalas med kunden kan för dennes räkning ingås endast sådana avtal om värdepapperslån eller repor, vilkas villkor finansinspektionen har godkänt och vilka i enlighet med 4 a kap. överlämnas till clearing hos en clearingorganisation.

Finansinspektionen godkänner villkoren för sådana återköpsavtal som avses i 47 b § lagen angående stämpelskatt. Godkännande kan sökas av ett sådant tillsynsobjekt som avses i 2 § lagen om finansinspektionen (503/93). Särskilt godkännande skall dock inte sökas om villkoren för återköpsavtalet enligt 3 kap. 4 § har fastställts som en del av fondbörsens reglemente eller enligt 3 kap. 1 § 2 mom. lagen om handel med optioner och terminer har fastställts som en del av optionsföretagets reglemente.

Finansinspektionen godkänner villkoren för sådana återköpsavtal som avses i 47 b § lagen angående stämpelskatt och för sådana låneavtal som avses i 45 § inkomstskattelagen. Godkännande kan sökas av ett sådant tillsynsobjekt som avses i 2 § lagen om finansinspektionen (503/1993). Särskilt godkännande skall dock inte sökas om villkoren för återköpsavtalet enligt 3 kap. 4 § har fastställts som en del av fondbörsens regler eller enligt 3 kap. 1 § 2 mom. lagen om handel med optioner och terminer har fastställts som en del av optionsföretagets reglemente.

Finansinspektionen kan för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden utfärda närmare bestämmelser om förmedlares skyldigheter när det gäller åtskiljning, förvaring och hantering av kundmedel, pantsättning av kunders värdepapper samt tryggnad av kundernas ställning vid clearingverksamhet.

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

4 a kap.

Clearingverksamhet

1 §

Koncessionstväng

Clearingorganisationsverksamhet får inte bedrivas utan vederbörande ministeriets tillstånd.

Om clearing av standardiserade derivatinstrument gäller vad som stadgas i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

2 §

Koncession

Koncession för bedrivande av clearingorganisationsverksamhet skall på ansökan beviljas ett finländskt aktiebolag vars ekonomiska verksamhetsbetingelser uppfyller de krav som kan ställas på en tillförlitlig clearingorganisationsverksamhet och som i sin verksamhet iakttar regler som ger investerare och clearingmedlemmar tillräckligt skydd. Dessutom skall det på grundvalen av tillgänglig utredning om organisationens ägare, förvaltning och verksamhet kunna säkerställas att clearingverksamheten bedrivs på ett tillförlitligt sätt och att clearingorganisationen leds med yrkesskicklighet samt enligt förnuftiga och trygga affärsprinciper. Koncession får emellertid inte beviljas om det strider mot allmänt intresse att organisationen inleder sin verksamhet.

Koncession kan beviljas sökande vars i sin helhet inbetalda aktiekapital uppgår till minst 30 miljoner mark. Om organisationen till följd av sin övriga verksamhet måste uppfylla annorstädes i lag stadgade kapitalkrav, skall det krav som anges i detta moment uppfyllas utöver de kraven.

Till ansökan skall fogas en detaljerad utredning om organiseringen av clearingverksamheten, om den därmed sammanhängande riskhanteringen samt om tryggandet av clearingorganisationens likviditet. Vederbörande ministerium kan på sökandens bekostnad inhämta särskild utredning för bedömning av sådana till ansökan eller clearingorganisatio-

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

nens regler anslutna omständigheter som förutsätter specialsakkunskap. Finlands Banks och finansinspektionens utlåtande skall inhämtas om ansökan. Om organisationens verksamhet kommer att omfatta clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandelssystemet, skall utlåtande inhämtas vid behov också från värdepapperscentralen.

Vederbörande ministerium har rätt att, sedan det hört sökanden, bevilja koncession i förening med begränsningar och villkor som gäller clearingorganisationens verksamhet.

3 §

Återkallande av koncession samt begränsning och avbrytande av clearingverksamhet

Vederbörande ministerium kan återkalla en clearingorganisations koncession, om organisationen i sin verksamhet väsentligt har åsidosatt lag eller förordning eller sådana bestämmelser som en myndighet har utfärdat med stöd därav. Koncessionen kan också återkallas om organisationen i sin verksamhet har brutit mot sin bolagsordning, sina regler eller till koncessionen fogade villkor eller begränsningar eller om förutsättningar för beviljande av koncession inte längre är för handen. I stället för att återkalla koncessionen kan vederbörande ministerium begränsa clearingorganisationens verksamhet i enlighet med 2 mom., om detta kan anses vara en tillräcklig åtgärd.

Vederbörande ministerium kan för viss tid begränsa en clearingorganisations koncessionsenliga verksamhet om det i verksamheten har konstaterats oskicklighet eller oförsiktighet eller om det är uppenbart att organisationens verksamhet äventyrar stabiliteten på finansmarknaden eller investerarnas eller clearingmedlemmarnas fördel.

Vederbörande ministerium kan på framställning av finansinspektionen bestämma att en clearingorganisation skall avbryta sin clearingverksamhet för viss tid eller tills vidare, om det förekommer sådana störningar i clearingverksamheten att dess fortsättning kan skada investerarnas eller clearingmedlemmarnas intressen. Vederbörande ministerium har rätt att utfärda bestämmelser om hur clearingverksamheten skall ordnas under av-

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

brott i clearingorganisationens verksamhet.

4 §

Clearingorganisationens regler

En clearingorganisation skall ha regler som kompletterar vad som i denna lag stadgas om clearingorganisationsverksamhet. Reglerna och ändringar i dem skall fastställas av vederbörande ministeriet. Innan reglerna eller ändringar av dem fastställs skall ministeriet inhämta Finlands Banks och finansinspektionens utlåtanden. Om organisationens verksamhet omfattar clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandels-systemet, skall också värdepapperscentralens utlåtande inhämtas vid behov.

Reglerna kan fastställas om de innehåller med tanke på skyddet av investerarna och clearingmedlemmarna tillräckliga föreskrifter om

1) vilka typer av värdepappersavslut eller andra överlåtelser som clearingorganisationens verksamhet omfattar,

2) hur och när clearingverksamheten ordnas,

3) hur och på vilka grunder clearingmedlemskap beviljas och återkallas,

4) hur de av ett värdepappersavslut eller en annan överlåtelse följande förpliktelserna skall definieras vid clearingverksamheten,

5) hur förpliktelserna skall fastställas som bindande för handelsparterna och clearingmedlemmarna,

6) hur clearingorganisationen ansvarar för att förpliktelserna fullgörs,

7) hur snabbt och på vilket sätt förpliktelserna skall fullgöras,

8) hur clearingorganisationens likviditet skall tryggas,

9) hur de i 7 § angivna säkerheterna för clearingverksamheten skall ställas,

10) hur förlustrisken i samband med clearingverksamheten skall täckas,

11) hur clearingverksamheten skall ordnas i störningssituationer eller i det fall att en clearingmedlem åsidosätter sina till clearingverksamheten hörande förpliktelser,

12) hur clearingmedlemmarna ansvarar för clearingverksamheten, samt

13) hur beslutsfattandet om att komplettera regler har delats mellan styrelsen och verk-

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

ställande direktören.

Om en clearingorganisation i enlighet med 5 § 1 mom. 1 punkten bedriver clearing av avtal om värdepapperslån och repor eller om clearingorganisationen gör avräkning av parternas förpliktelser mot varandra i enlighet med lagen om vissa villkor vid värdepappers- och valutahandel (588/1997), skall föreskrifter om denna verksamhet tas in i clearingorganisationens regler.

Vederbörande ministerium kan bestämma att reglerna skall ändras eller kompletteras. Om ett viktigt allmänt intresse förutsätter att det ordnas clearingverksamhet och om en clearingorganisations regler eller en ändring av dem inte har fastställts på grund av att ansökan har avslagits eller av någon annan orsak, kan vederbörande ministeriet bestämma hur clearingverksamheten skall ordnas.

5 §

Clearingorganisationens affärsverksamhet

En clearingorganisation får utöver sådan clearingorganisationsverksamhet som avses i 1 kap. 4 § 2 mom., under de förutsättningar som anges i koncessionen,

1) cleara avtal om värdepapperslån och repor som gäller i 4 kap. 5 a § 3 mom. definierade värdepapper, om finansinspektionen har godkänt avtalsvillkoren,

2) tillhandahålla databehandlingstjänster i samband med omsättning och förvaring av värdepapper samt utbildnings-, informations- och databehandlingstjänster i samband med utvecklande av värdepappers- och finansmarknaden,

3) bedriva värdepapperscentralens verksamhet och föra värdeandelsregister enligt vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet,

4) bedriva fondbörsverksamhet och ordna annan offentlig handel med värdepapper samt fungera som clearingmedlem enligt vad som stadgas i denna lag, samt

5) bedriva optionsföretagsverksamhet enligt vad som stadgas i lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

En clearingorganisation får inte äga aktier eller andelar i andra företag än sådana som producerar tjänster som avses i denna paragraf, om inte finansinspektionen av någon

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

särskild anledning beviljar undantag från denna begränsning. Clearingorganisationen får låta ett annat företag sköta uppgifter som hör till den i reglerna angivna clearingverksamheten. För verksamhet som bedrivs av företag som sköter till clearingverksamheten hörande uppgifter ansvarar clearingorganisationen gentemot clearingmedlemmarna såsom för sin egen verksamhet, om inte annat följer av lagen om värdeandelssystemet eller lagen om värdeandelskonton (827/1991). Clearingorganisationens tillgångar skall placeras på ett säkert och med tanke på organisationens likviditet betryggande sätt.

En clearingorganisation får inte bedriva annan verksamhet än sådan som avses i denna paragraf. Affärsverksamhet av det slag som avses i denna paragraf får inte äventyra clearingverksamheten.

6 §

Begränsning av inflytande

På en clearingorganisations stämma får ingen rösta med mera än en tjugondedel av det röstetal som är företrätt på stämman, om inte statsrådet av särskilda skäl medger undantag från denna begränsning.

Då det för att ett beslut vid stämman skall vara giltigt krävs kvalificerad röstmajoritet, bedöms majoriteten på grundval av de röster som har beräknats enligt 1 mom.

Om en clearingorganisation har sådan koncession som avses i 3 kap. 2 § denna lag eller 2 kap. 2 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer, skall på organisationen tillämpas begränsningen som följer av denna paragraf, i stället för 3 kap. 8 § denna lag eller 2 kap. 7 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer.

7 §

*Tryggande av
clearingorganisationsverksamheten*

En clearingorganisation kan för att trygga sin verksamhet avtala med clearingmedlemmarna om delning av eventuella förluster inom clearingorganisationsverksamheten. En clearingmedlems ansvar kan avtalas inskrän-

*Gällande lydelse**Föreslagen lydelse*

ka sig till endast en del av clearingorganisationens verksamhet och dessutom kan en övre gräns bestämmas för ansvaret. För avtalet skall utverkas vederbörande ministeriets fastställelse. Innan avtalet fastställs skall ministeriet inhämta utlåtanden från Finlands Bank och finansinspektionen. Om organisationens verksamhet omfattar clearing av värdepapper som har anslutits till värdeandels-systemet, skall vid behov också värdepapperscentralens utlåtande inhämtas. En clearingmedlem kan i stället för förlustdelningsavtal skaffa en försäkring eller garanti som helt eller delvis tryggar clearingorganisationens verksamhet.

En clearingorganisation skall kontinuerligt täcka sina inom clearingverksamheten uppkommande ansvarsförbindelser genom att avkräva clearingmedlemmarna säkerheter.

En clearingorganisation skall ha en clearingfond, som i en clearingorganisationens balansräkning får noteras som en särskild post av det egna kapitalet. En clearingfonds tillgångar skall avsättas enligt vad som föreskrivs i fondens och clearingorganisationens regler eller, om fonden noteras som en särskild post i clearingorganisationens balansräkning, i bolagsordningen. Clearingorganisationens bolagsstämma kan besluta att ett visst belopp av det fria egna kapital som balansräkningen utvisar skall överföras till clearingfonden. I clearingorganisationens regler kan dessutom bestämmas att clearingmedlemmarna är skyldiga att avsätta medel till clearingfonden. Clearingfonden får användas för täckning av i samband med clearingverksamheten uppkomna förluster. Clearingfonden får återbetalas till clearingmedlemmarna eller användas för vinstutdelning endast med finansinspektionens tillstånd eller när clearingorganisationen upplöses.

Clearingorganisationens egna tillgångar, förlustdelningsavtal, clearingfond samt de för clearingorganisationen ställda säkerheterna, tagna försäkringarna och givna garantier skall vara tillräckliga med tanke på clearingverksamhetens tillförlitlighet.

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

8 §

Clearingmedlemmar

Clearingmedlemskap i en clearingorganisation skall beviljas finska staten, Finlands Bank, fondbörsen, optionsföretaget samt värdepappersförmedlare

1) som har fast verksamhetsställe i Finland,

2) som uppfyller de krav som i denna lag, med stöd därav utfärdade bestämmelser och i clearingorganisationens regler ställs på en clearingpart,

3) som förbinder sig att iaktta clearingorganisationens regler,

4) vars deltagande i clearingorganisationens verksamhet inte är ägnat att äventyra tillförlitligheten i clearingverksamheten eller clearingorganisationens övriga verksamhet och

5) vars aktiekapital uppgår till minst fem miljoner mark.

Clearingmedlemskap i en clearingorganisation får dessutom beviljas sådana utländska värdepappersförmedlare som av en myndighet inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet har fått verksamhetstillstånd motsvarande i Finland beviljad koncession för värdepappersförmedlare, som inte har fast verksamhetsställe i Finland och som uppfyller de krav som ställs i 1 mom. 2—5 punkterna. På de villkor som vederbörande ministeriet bestämmer kan clearingmedlemskap beviljas också andra finländska och utländska företag som uppfyller förutsättningarna i 1 mom. 2—5 punkterna.

Clearingmedlemskapet skall återkallas om medlemmen inte längre uppfyller de krav som anges i denna paragraf eller om finansinspektionen för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden eller av något annat särskilt vägande skäl så beslutar.

Clearingsorganisationen skall underrätta finansinspektionen om beslut som berör en clearingmedlems ställning. Företag som ansöker om clearingmedlemskap samt företag vars medlemskap återkallats har rätt att hänskjuta clearingorganisationens beslut som avses i 1, 2 och 3 mom. till finansinspektionen inom 30 dagar efter att beslutet fattades. Finansinspektionen skall underrätta clearingorganisationen om att ärendet har hänskjutits

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

till finansinspektionen.

Vad som i 4 kap. 5 § stadgas om värdepappersförmedlares skyldighet att hålla kundmedel åtskilda och om förmedlarens avtal om värdepapperslån och repor skall tillämpas också på clearingmedlemmar.

9 §

Tryggande av clearingmedlemmars ställning

En clearingorganisation skall se till att clearingmedlemmarna inte i samband med organisationens verksamhet löper risk att förlora vad de har fullgjort utan att få någon motprestation. En clearingorganisation får inte uppfylla en av ett avslut eller en överlåtelse följande förpliktelse gentemot en clearingmedlem utan att förvissa sig om att denne har uppfyllt sina egna förpliktelser i samband med avslutet eller överlåtelsen.

En clearingorganisation får i sitt eget namn öppna ett för clearingens avsett konto i Finlands Bank, i en depositionsbank eller i ett filialkontor till ett utländskt kreditinstitut som tar emot depositioner, för att genom kontot sköta betalningsrörelsen i samband clearingmedlemmarnas och dessas kunders transaktioner. De medel som finns på ett sådant konto tillhör inte clearingorganisationen och denna skall i sin bokföring separera dem från sina egna medel. Clearingorganisationen skall i realtid registrera vem de medel som finns på kontot tillhör. Finansinspektionen kan i syfte att förstärka förtroendet för värdepappersmarknaden meddela clearingorganisationen närmare föreskrifter om separationen av kundmedlen på de av clearingorganisationen enligt detta moment öppnade kontona samt om tryggheten av kundernas ställning inom clearingens.

10 §

Clearingmedlemmars kontrollskyldighet

Clearingmedlemmen skall genom överföring av besittningen till värdepapperen, genom insättning av kundens penningmedel på ett i 4 kap. 5 a § 1 mom. angivet konto i en depositionsbank eller ett utländskt kreditinstituts filialkontor, genom sådan notering som avses i 9 eller 16 § lagen om värdean-

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

delskonton eller annars tillräckligt omsorgsfullt förvissa sig om att de av avslutet eller överlåtelsen följande betalnings- eller leveransförpliktelserna kan uppfyllas i enlighet med clearingsorganisationens regler.

Om ett värdepappersavslut eller en annan överlåtelse som har lämnats till clearing inte kan clearas i enlighet med de avtalade villkoren eller clearingorganisationens regler av den anledningen att clearingmedlemmen har väsentligt åsidosatt sina förpliktelser enligt 1 mom. eller andra förpliktelser som följer av lag, myndighetsbestämmelser eller clearingorganisationens regler, och clearingens av avslutet eller överlåtelsen av denna anledning drar ut på tiden, blir clearingmedlemmen om så krävs skyldig att till den clearingmedlem som är oskyldig till försummelsen eller dröjsmålet eller, när clearingorganisationen enligt sina regler övertar ansvaret för att avslutet eller överlåtelsen genomförs, till clearingorganisationen enligt vad som stadgas i clearingorganisationens regler betala en ersättning på grund av dröjsmålet. I fråga om ersättningen gäller dessutom vad som stadgas i 9 kap. 2 §.

11 §

Clearingorganisationers och clearingmedlemmars panträtt

Till säkerhet för fullgörandet av förpliktelser som ansluter sig till värdepappersavslut som en clearingmedlem har lämnat till clearing har clearingorganisationen panträtt i en värdeandel som till följd av avslutet har noterats på ett sådant i 16 § lagen om värdeandelskonton angivet kommissionskonto som förs för clearingorganisationens, clearingmedlemmens eller värdepappersförmedlarens räkning. Clearingorganisationen får panträtt i det fall att den har betalat värdeandelarna eller övertagit ansvaret för betalningen.

En clearingmedlem har panträtt i egna värdeandelar eller i en kunds värdeandelar som har noterats på ett kommissionskonto som förs för den värdepappersförmedlares räkning som clearingmedlemmen företräder, till säkerhet för de förpliktelser som följer av uppdraget rörande värdeandelarna, förutsatt att clearingmedlemmen har betalat för dem.

Om det i samma värdeandelar samtidigt

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

gäller panträtt som avses i 1 och 2 mom. samt sådan rätt som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton, får den som innehar en rättighet som avses i 1 mom. sin fordran betald före den som innehar en sådan rättighet som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton. En clearingmedlem som har panträtt som avses i 2 mom. får sin fordran betald före den som innehar en sådan rättighet som avses i 7 § 2 mom. lagen om värdeandelskonton.

Om en i 1 eller 2 mom. nämnd förpliktelse rörande pantsatt egendom åsidosätts, får panthavaren omvandla egendomen till pengar för att clearingen skall kunna verkställas. Om den pantsatta egendomen är ett värdepapper som är föremål för offentlig handel, kan värdepapperet omvandlas till pengar vid offentlig handel. Vid omvandlingen till pengar är det också annars möjligt att avvika från lagstadganden som begränsar panthavarens rätt, om inte avvikelserna oskäligt äventyrar pantägarernas, gäldenärens eller de övriga borgenärernas rätt. En clearingmedlem har rätt att omvandla pantsatt egendom till pengar också i det fall att en värdepappersförmedlare som inte är clearingmedlem åsidosätter sina förpliktelser till följd av det avslut som skall clearas.

Vad som i denna paragraf stadgas om värdeandelar som har noterats på kommissionsskonton skall på motsvarande sätt tillämpas i fråga om sålda och köpta värdepapper som har lämnats till en clearingorganisation eller en clearingmedlem för clearing.

12 §

Bemyndigande att utfärda bestämmelser

Vederbörande ministerium kan utfärda närmare bestämmelser om

1) innehållet i en sådan ansökan som avses i 3 § 1 mom. samt om de utredningar som skall fogas till ansökan,

2) de stadganden som skall iakttas vid tryggnad av clearingverksamhet enligt 7 § samt om täckande av förlustrisk och om

3) de krav som enligt 8 § skall ställas på en clearingmedlem.

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

7 kap.

Tillsyn över värdepappersmarknaden

1 §

Tillsynsmyndighet

Finansinspektionen har rätt att av den som emitterat värdepapper som är föremål för offentlig handel, den som är skyldig att offentliggöra prospekt som avses i 2 kap. 3 §, den som är informationsskyldig enligt 2 kap. 9 och 10 §§, av sådana anmälningsskyldiga, sammanslutningar och stiftelser som avses i 5 kap. 2, 3 och 4 §§ samt av sådana anbudsgivare som avses i 6 kap. 1 § och aktieägare och av andra inlösningskyldiga som avses i 6 kap. 6 § få de upplysningar som tillsynen förutsätter och kopior av handlingar som finansinspektionen anser vara nödvändiga för tillsynen. Finansinspektionen har även rätt att förrätta för tillsynen nödvändiga inspektioner hos de i lagrummen angivna sammanslutningarna och stiftelserna.

3 §

Tystnadsplikt

Den som vid fullgörande av uppdrag som avses i denna lag eller som medlem eller suppleant i ett organ eller som anställd hos en fondbörs, värdepappersförmedlare eller sammanslutning av värdepappersförmedlare som avses i 3 kap. 13 § har fått kännedom om en icke offentliggjord uppgift om en emittents eller någon annans ekonomiska ställning eller om en omständighet som gäller deras enskilda förhållanden eller en affärs- eller yrkeshemlighet, får inte yppa eller på något annat sätt röja eller utnyttja uppgifterna, om det inte har stadgats eller behörigen bestämts att de skall yppas eller om inte den till vars förmån tystnadsplikten gäller ger sitt samtycke.

1 §

Tillsynsmyndighet

Finansinspektionen har rätt att av den som emitterat värdepapper som är föremål för offentlig handel, den som är skyldig att offentliggöra prospekt som avses i 2 kap. 3 §, den som är informationsskyldig i *enlighet* med 2 kap. 9 och 10 §§, *företag som enligt 4 a kap. 5 § 2 mom. ägs av en clearingorganisation eller sköter uppgifter i samband med clearingverksamhet*, sammanslutningar och stiftelser som avses i 5 kap. 2, 3 och 4 §§ samt av anbudsgivare som avses i 6 kap. 1 § och aktieägare som avses i 6 kap. 6 § och av andra inlösningskyldiga få de upplysningar som tillsynen förutsätter och kopior av handlingar som finansinspektionen anser vara nödvändiga för tillsynen. Finansinspektionen har även rätt att förrätta för tillsynen nödvändiga inspektioner hos de i lagrummen angivna sammanslutningarna och stiftelserna.

3 §

Tystnadsplikt

Den som vid fullgörande av uppdrag som avses i denna lag eller som medlem eller suppleant i ett organ eller som anställd hos en fondbörs, värdepappersförmedlare, *clearingorganisation, clearingmedlem, ett företag som avses i 4 a kap. 5 § 2 mom.* eller en sammanslutning av värdepappersförmedlare som avses i 3 kap. 13 § *3 mom.* har fått kännedom om en icke offentliggjord uppgift om en emittents eller någon annans ekonomiska ställning eller om en omständighet som gäller deras enskilda förhållanden eller en affärs- eller yrkeshemlighet, får inte yppa eller på något annat sätt röja eller utnyttja uppgifterna, om det inte har stadgats eller behörigen bestämts att de skall yppas eller om inte den till vars förmån tystnadsplikten gäller ger sitt samtycke.

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

8 kap.

Straffstadganden

2 a §

*Olovligt bedrivande av
clearingorganisationsverksamhet*

Den som uppsåtligen eller av grov oakt-samhet bedriver clearingorganisationsverk-samhet i strid med 4 a kap. 1 § skall, om inte gärningen är ringa eller strängare straff stadgas i någon annan lag, för *olovligt be-drivande av clearingorganisationsverksamhet* dömas till böter eller fängelse i högst ett år.

10 kap.

Särskilda stadganden

3 §

Ändringssökande

Ändring i beslut om statsrådet eller veder-börande ministerium har meddelat med stöd av 3 kap. 2 § 1 mom., 4 § 2 mom. och 13 § 3 mom. samt i beslut som de har meddelat med stöd av 14 § 1 mom. får inte sökas ge-nom besvär.

3 §

Ändringssökande

Ändring i beslut som statsrådet eller ve-derbörande ministeriet har meddelat med stöd av 3 kap. 2 § 1 mom., 4 § 2 mom., 13 § 3 mom. och 14 § 1 mom. samt 4 a kap. 2 § och 4 § 1 mom. får inte sökas ge-nom besvär.

Denna lag träder i kraft den
199 .

Ansökan om koncession för en clearingor-ganisation, om fastställande av clearingorga-nisationens regler och förlustdelningsavtal, om undantag från begränsning av inflytande samt om clearingmedlemskap kan tas till behandling redan innan lagen träder i kraft. Före lagens ikraftträdande kan också fattas beslut om sådana ansökningar och vidtas andra åtgärder som verkställigheten av lagen förutsätter.

Den som när denna lag träder i kraft be-driver clearingorganisationsverksamhet, skall ansöka om koncession och fastställelse av regler eller upphöra med verksamheten inom sex månader från lagens ikraftträdande. Om

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

koncession och fastställelse av regler har sökts inom utsatt tid, men koncession inte beviljats eller regler inte fastställts inom ett år från denna lagens ikraftträdande, skall clearingorganisationsverksamheten avslutas om inte vederbörande ministeriet av någon särskild orsak beviljar förlängning av verksamhetstiden.

En sådan clearingmedlem, som inte när denna lag träder i kraft uppfyller villkoren enligt 4 a kap. 8 § 1 mom., skall inom ett år från det att denna lag har trätt i kraft se till att villkoren blir uppfyllda eller inom nämnda tid upphöra med clearingmedlemmens verksamhet.

2.

Lag

om ändring av 52 § lagen om värdepappersföretag

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 26 juli 1996 om värdepappersföretag (579/1996) 52 § 1 mom., som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

52 §

52 §

Förvaring av kundmedel

Förvaring av kundmedel

Medel som har överlämnats till ett värdepappersföretag för förvaring, investering eller annan förvaltning eller medel som har influtit genom försäljning av egendom skall sättas in på konto i en depositionsbank eller ett utländskt kreditinstituts filial, om det inte skriftligen avtalas om någon annan placering.

Om förvaring av medel som har överlämnats till ett värdepappersföretag för förvaring, placering eller annan förvaltning eller som har influtit vid försäljning av egendom, gäller vad som stadgas i 4 kap. 5 a § värdepappersmarknadslagen.

Denna lag träder i kraft den 199 .

3.

Lag**om ändring av 2 kap. 4 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer**

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 26 augusti 1988 om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) 2 kap. 4 § 1 mom., sådant det lyder ändrat i lagen (599/1997), som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

2 kap.

Optionsföretaget och marknadsparterna

4 §

4 §

*Optionsföretagets verksamhet**Optionsföretagets verksamhet*

Ett optionsföretag får utöver den verksamhet som idkas i företaget tillhandahålla sådana data-, informations- och databehandlingstjänster som hänför sig till utvecklandet av options- eller terminsmarknaden eller kredit- och värdepappersmarknaden samt, inom de gränser som vederbörande ministerium fastställer, clearing vid värdepappershandel och låneavtal. Om optionsföretagets rätt att idka börsverksamhet med värdepapper bestäms i värdepappersmarknadslagen.

Ett optionsföretag får utöver den verksamhet som idkas i företaget tillhandahålla sådana data-, informations- och databehandlingstjänster som hänför sig till utvecklandet av options- och terminsmarknaden eller kredit- och värdepappersmarknaden samt *clearing av avtal om värdepapperslån och repor rörande värdepapper som avses i 4 kap. 5 a § 3 och 4 mom. värdepappersmarknadslagen, om finansinspektionen har godkänt avtalsvillkoren eller om villkoren har fastställts som en del av optionsföretagets regler. Ett optionsföretag får också tillhandahålla till clearingverksamhet anslutna tjänster som avses i värdepappersmarknadslagen, i en sådan utsträckning som options- och terminsavtalen förutsätter. Ett optionsföretag får verka som clearingmedlem och bedriva clearingorganisationsverksamhet enligt vad som stadgas i 4 a kap. värdepappersmarknadslagen. Ett optionsföretag får föra värdeandelsregister enligt vad som stadgas i lagen om värdeandelssystemet (826/1991).* Om optionsföretagets rätt att idka börsverksamhet med värdepapper stadgas särskilt.

*Denna lag träder i kraft den
 199 .*

4.

Lag**om ändring av 28 § lagen om värdeandelssystemet**

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 17 maj 1991 om värdeandelssystemet (826/1991) 28 § 1 mom., sådant det lyder ändrat i lagen (1386/1995 och 1073/1996), som följer:

Gällande lydelse

28 §

Förvaltarregistrering

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

Föreslagen lydelse

28 §

Förvaltarregistrering

Om en värdeandel har noterats på ett sådant förvaltningskonto som avses i 5 a § lagen om värdeandelskonton *eller på ett kommissionskonto som avses i 16 § nämnda lagen* eller om ett internationellt depåbevis har utfärdats för värdeandelen, skall i den förteckning som avses i 4 § i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen. I förteckningen kan också annars i stället för ägaren antecknas den som sköter förvaltarregistreringen, om en utlänning eller en utländsk sammanslutning eller stiftelse äger värdeandelen. Förvaltarregistreringen kan skötas av innehavaren av ett förvaltningskonto *eller ett kommissionskonto* eller en registeransvarig eller en värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen. För uppgiften att sköta förvaltarregistreringen kan värdepapperscentralen också godkänna en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna. Vederbörande ministerium kan begränsa rätten att förvaltarregistrera värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. och som inte är föremål för offentlig handel i utlandet.

 Denna lag träder i kraft den
 199 .

5.

Lag

om ändring av 16 § lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen av den 17 maj 1991 om värdeandelskonton (827/1991) 16 §, sådant det lyder ändrat i lagen (1074/1996), som följer:

Gällande lydelse

16 §

Kommissionskonto

För de värdepappersförmedlare som avses i 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen kan ett särskilt värdeandelskonto (*kommissionskonto*) föras över värdepappersförmedlarens och hans kunders värdeandelar, på vilket de värdeandelar får noteras som har lämnats till försäljning. En överlåten värdeandel överförs mot betalning för andelen från kommissionskontot till förvärvarens värdeandelskonto eller till hans värdepappersförmedlares kommissionskonto.

Föreslagen lydelse

16 §

Kommissionskonto

Över registeransvarigas, i 1 kap. 4 § värdepappersmarknadslagen (495/1989) nämnda fondbörsers, värdepappersförmedlares, clearingorganisationers och clearingmedlemmars, i 3 § lagen om handel med standardiserade optioner och terminer (772/1988) nämnda optionsföretags, finska statens och Finlands Banks värdeandelar samt över värdeandelar som tillhör dessas kunder kan för sammanslutningarnas räkning, enligt vad som närmare utfärdas i värdepapperscentralens regler, föras särskilda värdeandelskonton (*kommissionskonton*) i syfte att ordna verksamheten hos en sådan clearingorganisation som nämns i 4 a kap. värdepappersmarknadslagen. Värdepapperscentralen kan godkänna som kontoinnehavare av ett kommissionskonto också en utländsk värdepapperscentral eller någon annan sådan utländsk sammanslutning som står under tillräcklig offentlig tillsyn och vars ekonomiska verksamhetsbetingelser och förvaltning uppfyller kraven på en tillförlitlig skötsel av uppgifterna.

Kontoinnehavarens och kundernas värdeandelar som avses i 4 § 1 mom. lagen om värdeandelssystemet får inte noteras på samma kommissionskonto.

Om panträtt som hänför sig till sådana kommissionskonton som avses i denna paragraf stadgas i 4 a kap. 11 §.

Denna lag träder i kraft den
199 .

