

TTU 1000/1001 2

Det obligations- og aktieløse samfund

edb-indskrivning i stedet for papirer

Betænkning afgivet af
OBLIGATIONSUDVALGET
nedsat af boligministeren



BETÆNKNING NR. 793
FEBRUAR 1977

ISBN 87-503-2183-8

Statens trykningskontor
Bo 00-338-bet.

INDHOLDSFORTEGNELSE.

<u>Kap. I.</u>	Indledning	Side 7
	Baggrunden for udvalgets nedsættelse. Udvalgets kommissorium. Udvalgets sammensætning. Underudvalg. Udval- gets indstilling. Sammenfatning.	
<u>Kap. II.</u>	Udvalgets stilling til de tekniske problemer.	Side 20
<u>Kap. III.</u>	Økonomiske konsekvenser ved gennemfø- relse af en nyordning	Side 28
<u>Kap. IV.</u>	Overgangsproblemer ved oprettelse af en fondscentral	Side 44
<u>Kap. V.</u>	Det lovmæssige grundlag	Side 50
<u>Kap. VI.</u>	Forslag til lov om en fondscentral	Side 75
<u>Bilag 1.</u>	Rapport vedrørende en indskriv- nings- og afviklingscentral	Side 89
	Arbejdsgruppen under teknisk udvalg.	
<u>Bilag 2.</u>	Responsum vedrørende trækning af ikke- nummererede obligationer	Side 109
	Civilingeniør, lic.techn. Jakob Krarup og civilingeniør, lic.techn. Jørgen Nygaard.	
<u>Bilag 3»</u>	Oplæg til omkostningsanalyse af det obligationsløse samfund .,	Side 122
	Økonomisk udvalg.	

<u>Bilag 4.</u>	Forslag til udformning af ind- skrivningsbeviset Side 132 Juridisk udvalg.
<u>Bilag 5.</u>	Forslag til vedtægter for fonds- centralen Side 134 Juridisk udvalg.
<u>Bilag 6.</u>	Redegørelse for eventuelle lignende ordninger i andre lande Side 139 Sekretariatet.
	English Summary Side 151 Sekretariatet/translator Aksel A. Anslev.

Kap. I.

Indledning.

1. Baggrunden for udvalgets nedsættelse:.

Gennem de senere år har det på forskellig måde været overvejet, hvordan man kunne rationalisere udstedelse og omsætning af værdipapirer i Danmark. Bestræbelserne har især koncentreret sig omkring en rationalisering af obligationshåndteringen, såvel hvad angår effektuering af obligationslånene, som hvad angår handeler, indskrivning m.v.

I Realkreditkommissionens betænkning fra december 1969 (Betænkning nr. 552) var man inde på overvejelser om en forenkling af realkreditsystemet, bl.a. ved anvendelse af såkaldte fællesobligationer. Til støtte for indførelse af fællesobligationer anførte man bl.a., at man herved ville kunne opnå en kraftig beskæring af antallet af obligationstyper, ligesom man kunne opnå administrative besparelser ved samlet fremstilling, udtrækning og indskrivning af obligationer m.v. samt på længere sigt fælles bogholderi og kasserervirksomhed.

Medens dette forslag altså stadigvæk bygger på tilstedeværelsen af den fysiske obligation, har senere bestræbelser mere koncentreret sig om, hvorvidt det ville være teknisk og juridisk muligt helt at afskaffe den fysiske obligation. Baggrunden for disse overvejelser har været flere, men især må fremhæves den stadig stigende mængde af cirkulerende obligationer. I 1968 cirkulerede således obligationer til et samlet nominelt beløb af ca. 62 mia kr. I 1970 var beløbet steget til ca. 85 mia kr., og i 1973 til ca. 139 mia kr., heraf ca. 18 mio stykker realkreditobligationer. Medio 1976 udgør de tilsvarende tal henholdsvis ca. 212 mia kr. i nominelt beløb og ca. 24 mio stykker realkreditobligationer. Hertil kommer imidlertid, at mere end halvdelen - i dag ca. 71 pct. - af den cirkulerende o-

bligationsmængde, til stadighed er indskrevet i realkreditinstitutterne, og at en væsentlig del heraf aldrig bliver gjort til genstand for omsætning, men henligger i de respektive institutter fra udstedelse, til der finder en udtrækning sted.

I 1970 nedsattes under Københavns Fondsbørs et udvalg, som skulle belyse spørgsmålet om en eventuel oprettelse af en børsafviklings- og indskrivningscentral, det såkaldte BAIC-udvalg. I udvalget var bl.a. Realkreditrådet, pengeinstitutter, fondsbørsvekselerere og Danmarks Nationalbank repræsenteret.

Formålet med oprettelse af en børsafviklings- og indskrivningscentral (BAIC) skulle bl.a. være

- at centralisere og lette afvikling af forretninger i obligationer og aktier afsluttet på Københavns Fondsbørs og forretninger i tilknytning hertil,
- at virke som indskrivningscentral og notering for obligationsudstedende institutter,
- at forvalte effekter for pengeinstitutters kundedepoter og for større investeringsforeninger,
- at forvalte pengeinstitutters og fondsbørsvekselereres beholdninger af obligationer og aktier,
- at koordinere udvekslingen af obligationer og aktier mellem udstedere og omsætningsleddet.

Det blev yderligere foreslået, at BAIC skulle overtage kuponindløsningsfunktionen, d.v.s. i praksis overtage de obligationsudstedende institutters opgaver på dette område.

I udvalget gik man således ind for en centraliseret behandling af alt arbejde med de fysiske obligationer, hvilket ville indebære, at en stor del af disse obligationer kunne annulleres, ligesom man skønnede, at udstedelse af ca. 60 pct. af obligationerne for kommende lån kunne undgås. Man sigtede således ikke mod en total afskaffelse af fysiske obligationer, idet der i udvalget var en vis skepsis over **for** gennemførelse heraf, bl.a. af hensyn til en kommende fri international kapitaloverførsel.

Udvalgets forslag blev ikke realiseret. Ved skrivelse af 30. maj 1973 meddelte Realkreditrådet, at realkreditinstitutterne på daværende tidspunkt ikke var interesseret i at forhandle videre om oprettelse af en afviklings- og indskrivningscentral, og at Realkreditrådet derfor ikke ønskede at deltage i udvalgsarbejdet med henblik på oprettelse af en sådan central.

BAIC-udvalgets fortsatte arbejde koncentrerede sig herefter omkring afviklingssiden med henblik på at undersøge mulighederne for oprettelse af en børsafviklingscentral, der skulle danne forbindelse: mellem omsætningsleddet og de obligationsudstedende institutters iridskrivningsafdelinger.

Overvejelserne omkring en løsning af problemerne for indskrivningssiden blev fortsat i et internt udvalg under Realkreditrådet, der blev nedsat i august 1973. Dette udvalg skulle undersøge mulighederne for en begrænsning eller overflødiggørelse af brugen af fysiske obligationer. Udvalget afgav betænkning i maj 1974.

Dette udvalg foreslog i princippet en total afskaffelse af fysiske obligationer kombineret med en obligatorisk indskrivning i de enkelte institutter. Forudsætningen for denne ordning ville være en samtidig etablering af en afviklingscentral, der efter udvalgets opfattelse ville være den ideelle løsning. Såfremt der ikke var mulighed herfor, foreslog man, at der som "afviklingsinstrument" blev udstedt certifikater, hvilken løsning dog i givet fald ville være forbundet med tekniske og især juridiske problemer.

Ved skrivelse af 30. august 1974 rettede Realkreditrådet herefter henvendelse til boligministeriet og bad ministeriet om at nedsætte et bredt sammensat udvalg til at gennemgå de problemer, der ville være forbundet med at skabe et "obligationsløst samfund".

Ved skrivelse af 24. november 1975 rettede Den Danske Bankforening og Danmarks Sparekasseforening en lignende henvendelse til handelsministeren.

Disse henvendelser skulle bl.a. som nævnt indledningsvis ses på baggrund af, at obligationshåndteringen ved effektuering, handler

og indskrivning var blevet yderst arbejdskrævende, ligesom behandlingen i forbindelse med indløsning af rentekuponer havde skabt problemer både for afviklingssiden og for realkreditinstitutterne. Som nævnt ovenfor er disse problemer navnlig i de senere år vokset stærkt, og er blevet særdeles mærkbare i administrativ henseende som følge af den stadige stigning, der har fundet sted i mængden af cirkulerende obligationer.

2. Udvalgets kommissorium.

På denne baggrund meddelte boligministeriet herefter ved skrivelse af 18. december 1975, at ministeriet havde besluttet at nedsætte et udvalg, "der med udgangspunkt i den nævnte betækning skal overveje mulighederne for at begrænse eller overflødiggøre brugen af den fysiske obligation. I forbindelse med sin redegørelse for de problemer, der knytter sig til gennemførelsen af et papirløst obligationssystem, forudsættes udvalget tillige at redegøre for de lovgivningsinitiativer, der måtte skønnes nødvendige, og fremkomme med konkrete forslag herom.

I udvalgets overvejelser skal bl.a. indgå, hvorledes såvel indskrivnings- som afviklingssiden mest hensigtsmæssigt og rationelt kan tilrettelægges, herunder om det vil være muligt at undgå introduktion af certifikater til erstatning for den fysiske obligation, og om der i givet fald bør etableres en fælles børsafviklings- og indskrivningscentral eller alene en børsafviklingscentral, baseret på indskrivning i realkreditinstitutterne".

3. Udvalgets sammensætning.

Boligministeriet anmodede samtidig Realkreditrådet, Københavns Fondsbørs, Den Danske Bankforening, Danmarks Sparekasseforening, Assurandør-Societetet, Danmarks Nationalbank, handelsministeriet, justitsministeriet og finansministeriet om at udpege repræsentanter til, sammen med repræsentanter for boligministeriet, at indtræde i udvalget.

Som formand for udvalget udpegedes professor, dr.jur. W.E. von Eyben, og som næstformand, direktør K. Agbo, Tilsynet med Banker og Sparekasser.

Den 9. februar 1976 fastsatte boligministeren derefter udvalgets øvrige sammensætning:

Udpeget af Realkreditrådet:

Afdelingschef Åge Jørgensen
Forenede Kreditforeninger.

Afdelingschef Orla Pedersen
Byggeriets Realkreditfond.

Udpeget af Københavns Fondsbørs:

Professor Jan Kobbernagel
Formand for Fondsbørsbestyrelsen.

Udpeget af Den Danske Bankforening:

Underdirektør Jesper Andreasen
Den Danske Bankforening.

Udpeget af Danmarks Sparekasseforening:

Direktør H. Hermansen
Fællesbanken for Danmarks Sparekasser A/S.

Udpeget af Assurandør-Societetet:

Direktør H.O. Thulstrup
Forsikringsaktieselskabet Nye Danske Lloyd.

Udpeget af Danmarks Nationalbank:

Underdirektør Poul Vieth.

Udpeget af handelsministeriet:

Kontorchef E. Mølgaard.

Udpeget af finansministeriet:

Fuldmægtig Marianne Ziirsén.

Udpeget af justitsministeriet:

Fuldmægtig Frederik Schydt.

Udpeget af boligministeriet:

Afdelingschef A.G. Poulsen.

Kontorchef Keld Christiansen.

Fuldmægtig Flemming Frydendal, boligministeriet, blev udpeget som sekretær for udvalget.

4. Underudvalg.

På udvalgets 1. møde den 15. marts 1976 blev det besluttet straks at nedsætte 3 underudvalg, der skulle undersøge henholdsvis de tekniske, de økonomiske og de juridiske problemer, der ville være forbundet med gennemførelsen af et papirløst Obligationssystem.

På udvalgets 2. møde blev det endvidere besluttet at nedsætte et 4. underudvalg, der nærmere skulle overveje og fremkomme med forslag til løsning af de overgangsproblemer, der ville opstå ved gennemførelse af udvalgets forslag.

Udvalgene har haft følgende sammensætning:

Teknisk udvalg:

Direktør H. Hermansen.

Afdelingschef Åge Jørgensen.

I en del af underudvalgets arbejde har endvidere deltaget underdirektør M. Laursen, Den Danske Bank, underdirektør K. Øberg, Fællesbanken, edb-chef Per Helle, Kreditforeningen Danmark, fuldmægtig Erik Nielsen, Kreditforeningen Danmark, fuldmægtig Eugen Schmidt, Den Danske Bank, og chefplanlægger Henrik Dines Hansen, Sparekassernes Datacentraler, SDC.

Der har ikke været knyttet særlig sekretærbistand til underudvalget.

Underudvalget har afholdt 10 møder.

Økonomisk udvalg;

Direktør K. Agbo.

Underdirektør Jesper Andreasen.

Afdelingschef Orla Pedersen.

Afdelingschef A.G. Poulsen.

Underdirektør Poul Vieth.

I en del af underudvalgets arbejde har endvidere deltaget fondsbørsvekselerer A. Wimmelmann Larsen, ekspeditionssekretær Jørgen List, Byggeriets Realkreditfond, ekspeditionssekretær Henning Olsen, Forenede Kreditforeninger, og prokurist E. Winding, Danmarks Nationalbank.

Fuldmægtig Flemming Frydendal, boligministeriet, og fuldmægtig K. Brandt Petersen, Tilsynet med Banker og Sparekasser, har fungeret som sekretærer for underudvalget.

Underudvalget har afholdt 6 møder.

Juridisk udvalg:

Kontorchef Keld Christiansen.

Professor, dr.jur. W.E. von Eyben

Professor Jan Kobbernagel.

Fuldmægtig Frederik Schydt.

I underudvalgets møder har endvidere deltaget underdirektør A. Bonnis, Kreditforeningen Danmark, underdirektør P. Grossmann, Den Danske Provinsbank, og afdelingschef Åge Jørgensen.

Fuldmægtig Flemming Frydendal har fungeret som sekretær for underudvalget.

Underudvalget har afholdt 7 møder.

Overgangsudvalg:

Underdirektør Jesper Andreasen.

Afdelingschef Åge Jørgensen.

Fondsbørsvekslerer A. Wimmelmann Larsen.

I en del af underudvalgets arbejde har endvidere deltaget underdirektør M. Laursen, Den Danske Bank, og edb-chef Per Helle, Kreditforeningen Danmark.

Der har ikke været knyttet særlig sekretærbistand til underudvalget.

Underudvalget har afholdt 6 møder.

Det samlede udvalg har afholdt 6 møder.

5. Udvalgets indstilling. Sammenfatning.

Af udvalgets kommissorium fremgår, at udvalget skal overveje mulighederne for afskaffelse af fysiske obligationer. Allerede på udvalgets 1. møde var der imidlertid enighed om at lade overvejelserne omfatte - såfremt det i øvrigt var teknisk og juridisk muligt og økonomisk fordelagtigt - en så bred ordning som mulig, således at ikke blot obligationer, men også aktier og eventuelt tillige andre værdipapirer kunne blive omfattet af en nyordning.

Med hensyn til spørgsmålet om man skulle arbejde hen imod en decentraliseret ordning, d.v.s. en fælles afviklingscentral baseret på indskrivning i de eksisterende institutter eller en centraliseret ordning, d.v.s. en fælles børsafviklings- og indskrivningscentral, var der enighed i udvalget om som arbejdshypotese at sigte mod en centraliseret ordning. Den endelige stillingtagen måtte afhænge dels af de tekniske undersøgelser, dels af hvilken af ordningerne der ville være knyttet de største administrative og dermed også økonomiske fordele til.

Endvidere drøftede udvalget, om en nyordning - hvis det blev den decentraliserede ordning - skulle kombineres med certifikatanven-

delse, således som Realkreditrådets betænkning af 1974 havde været inde på. Der var i udvalget enighed om, at en certifikatanvendelse under alle omstændigheder ville være uheldig, ligesom man på forhånd fandt, at det ville være forbundet med såvel tekniske som juridiske vanskeligheder at inkorporere certifikatanvendelse i systemet.

Resultatet af udvalgets videre overvejelser og udvalgets konklusioner og forslag fremgår i øvrigt af kap. II-VI.

I kap. II gennemgås de tekniske problemer,, der er knyttet til en afskaffelse af de fysiske værdipapirer. Udvalget finder, at hensynet til at opnå så rationel en løsning som muligt tilsiger etablering af en fælles indskrivnings- og afviklingscentral, og man har i en særlig teknisk rapport, optaget som bilag 1, nærmere beskrevet, hvordan den fælles central tænkes opbygget.

I kap. III redegøres for udvalgets overvejelser vedrørende de økonomiske konsekvenser, som en gennemførelse af udvalgets forslag til teknisk løsning kan have.

Udvalget har skitseret 3 løsninger, nemlig dels en obligatorisk indskrivning af realkreditobligationer i realkreditinstitutterne og frivillig indskrivning af andre obligationer og aktier (løsning A), dels 2 mulige løsninger på opbygning af den centraliserede ordning, nemlig en ordning hvor den fælles indskrivnings- og afviklingscentral kombineres med visse funktioner henlagt til realkreditinstitutter og pengeinstitutter (løsning B) og en helt centraliseret ordning (løsning C).

Udvalget har foretaget en analyse af omkostningsbesparelserne inden for de berørte sektorer ved de to løsninger i forhold til den eksisterende ordning.

Omkostningsbesparelserne skønnes for samtlige berørte sektorer **ved** løsning B) at være af størrelsesordenen ca. 75-80 mio kr. og ved

løsning C) ca. 150-160 mio kr. på årsbasis. Fordelt på de enkelte sektorer skønnes følgende besparelser (1976-priser):

	<u>løsning B</u>	<u>løsning C</u>
- Pengeinstitutter	ca. 53,0 mio kr.	ca. 100,0 mio kr.
Fondsbørsvekselerere	ca. 1,5 mio kr.	ca. 1,5 mio kr.
Realkreditinstitutter	ca. 14,0 mio kr.	ca. 41,0 mio kr.
Danmarks Nationalbank	ca. 2,0 mio kr.	ca. 3,0 mio kr.
- Staten	ca. 0,6 mio kr.	ca. 1,0 mio kr.
Aktieselskaber	ca. 5-10 mio kr.	ca. 5-10 mio kr.

Analysen viser således, at der vil være betydelige økonomiske fordele forbundet især med gennemførelse af løsning C).

Når udvalget alligevel har udarbejdet den i kap. II skitserede tekniske ordning (løsning B) er det for at tilgodese de institutter, som måtte ønske at bibeholde en nærmere kontakt med kunderne (investorerne) ved, som en del af den fælles central, at administrere enten pengeinstitutdepoter eller indskrivningen af de af de enkelte institutter udstedte værdipapirer. På denne måde kan pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne fungere som en slags filialkontorer af den fælles central. Det påpeges endvidere, at man i indkørfasen skal betjene sig af de eksisterende indskrivnings- og depotsystemer, idet det som nævnt andetsteds er udvalgets forslag successivt at føre eksisterende obligationslån ind under centralen, efterhånden som denne opbygges, og erfaringer indvindes. På lidt længere sigt er det udvalgets klare opfattelse, at der vil være så store økonomiske fordele forbundet med den helt centraliserede løsning C), at det vil blive undtagelsen, at de bestående forvaltningssteder vil komme til at optræde som mellemlid mellem indehaveren af rettighederne og centralen.

Der vil dog også under løsning C) være behov for, at forvaltningssteder, som varetager særlige opgaver, f.eks. legatmidler og fonde, fortsat er mellemlid mellem rettighedsindehavere og centralen. Ved varetagelsen af disse opgaver handler forvaltningsstedet imidlertid ikke som fuldmægtig for centralen, men derimod som repræsentant for legatet eller fonden, således at forvaltningsstedets an-

svær for eventuelle fejl herved må bedømmes efter de for sådan repræsentation gældende almindelige regler.

Udvalget har tillige overvejet de mulige samfundsøkonomiske konsekvenser ved gennemførelse af en sådan nyordning. Udvalgets konklusion er, at en afskaffelse af brugen af fysiske værdipapirer og indførelse af det nye system ikke i relation til virkninger på kapitalmarkedsstrukturen, kapitalimporten m.v. vil medføre større samfundsøkonomiske konsekvenser.

I kap. III redegøres tillige for udvalgets overvejelser med hensyn til fordelingen af omkostningerne ved etablering og drift af en centraliseret indskrivnings- og afviklingscentral. Udvalget foreslår, at omkostningerne fordeles ligeligt mellem indskrivningssiden og afviklingssiden, men således at omkostningerne inden for den enkelte sektor fordeles efter henholdsvis cirkulerende mængder og antallet af afviklingsforretninger.

I skønnet over udgifterne ved indskrivningscentralens etablering og drift har udvalget sondret mellem henholdsvis etableringsfase, indkøringsfase og drift af et fuldt udbygget system. I etableringsfasen har udvalget anslået, at udgifterne på årsbasis vil udgøre ca. 12 mio. kr., og at udgifterne herefter vil være jævnt stigende. Når systemet er fuldt udbygget, anslås udgifterne på årsbasis at blive af størrelsesordenen ca. 20 mio. kr. Det må understreges, at disse omkostninger kun kan anslås skønsmæssigt ud fra kendskab til allerede eksisterende edb-anlæg, og at der i de skønnede beløb ikke er medtaget udgifter til eventuel forrentning og amortisation af anlægsudgifter.

I kap. IV gennemgås de problemer, der vil opstå i forbindelse med overgang til det nye system. Det foreslås, at ordningen efter fornødne prøvekørsler iværksættes etapevis. Indkøringsfasen vil omfatte alle nye serier i obligationslån. Når de fornødne erfaringer er indvundet, vil cirkulerende obligationer i gamle låneserier blive indkaldt til obligatorisk indskrivning i centralen, og i en senere fase vil centralens virksomhed blive udvidet til også at omfatte børsnoterede aktier.

Kap. V indeholder udvalgets overvejelser vedrørende de retlige problemer ved gennemførelse af den foreslåede nyordning. Udgangspunktet for udvalgets overvejelser har været gældsbrevslovens regler, der imidlertid klart opererer med dokumentet eller værdipapiret som det centrale. Når det centrale i nyordningen netop går ud på at afskaffe de fysiske værdipapirer, har udvalget af flere grunde fundet, at en særlig lov må tage stilling til de væsentligste retlige problemer i denne nyordning. Dels vil en ændring eller udbygning af gældsbrevsloven volde vanskeligheder, bl.a. fordi gældsbrevsloven har internordisk karakter, dels vil etableringen af en indskrivnings- og afviklingscentral betegne en så væsentlig nydannelse på gældsbrevsområdet, at udvalget også af denne grund finder det lovteknisk rigtigst, at centralens virksomhed formaliseres ved en særlig lov.

Udvalget har i kap. VI udarbejdet et forslag til en sådan lov og har endvidere udarbejdet et forslag til vedtægter for centralen, optaget som bilag 5.

Udvalgets overvejelser kan i korthed sammenfattes derhen, at det vil være hensigtsmæssigt at gennemføre en ordning, hvorved de fysiske værdipapirer, d.v.s. obligationer og børsnoterede aktier, afskaffes, at der ikke ses at være væsentlige tekniske eller juridiske problemer forbundet hermed, og at det vil være økonomisk mest fordelagtigt, at ordningen gennemføres ved etablering af en fælles, d.v.s. en centraliseret indskrivnings- og afviklingscentral.

Udvalget har overvejet, hvorledes denne central skal betegnes, men er endt med at foreslå betegnelsen "fondscentralen" for der-

ved at præcisere, at den omfatter, hvad der ofte betegnes som fonds i dette ords videste betydning, nemlig obligationer og aktier, og at den beskæftiger sig såvel med indskrivnings- som afviklingssiden.

København, februar 1977.

K. Agbo	Jesper Andreasen	Keld Christiansen
W.E. von Eyben	H. Hermansen	Åge Jørgensen
formand		
Jan. Kobbernagel	E. Mølgaard	Orla Pedersen
A.G. Poulsen	Frederik Schydt	H.O. Thulstrup
Poul Vieth	Marianne Ziirsen	
		/Flemming Frydendal

Kap. II.

Udvalgets stilling til de tekniske problemer.

1. Den i dag eksisterende ordning, der bygger på tilstedeværelsen af fysiske værdipapirer¹ som bærere af fordringer, har i de senere år skabt stadig større administrative vanskeligheder for realkreditinstitutter, pengeinstitutter, vekselerere m.v. Disse vanskeligheder er særligt mærkbare navnlig inden for realkreditsektoren, hvor obligationshåndteringen ved effektuering, ved handel og i forbindelse med indskrivning er blevet særdeles arbejdskrævende.

Det skal dog nævnes, at man allerede på forskellig måde søger at afbøde virkningerne af de administrative vanskeligheder ved den eksisterende ordning. En række større pengeinstitutter praktiserer således den ordning indbyrdes, at man i forbindelse med salg af indskrevne obligationer nøjes med at foretage den bogføringsmæssige overførsel fra konto til konto, medens selve obligationerne forbliver indskrevet. Tidligere skulle obligationerne udtages fra indskrivning, afleveres til sælger, afleveres videre til køber, hvorefter denne som regel lod dem indskrive igen. Nogle af realkreditinstitutterne er tillige kommet ind på en vis form for afskaffelse af de fysiske værdipapirer, idet man til store indskrivningskunder udsteder såkaldte samleobligationer, d.v.s. én obligation indeholdende f.eks. 100 numre, fremfor at skulle udstede 100 obligationer lydende på de enkelte numre.

Til belysning af udviklingen gennem de senere år skal nævnes, at der i 1968 cirkulerede obligationer til et samlet nominelt beløb af ca. 62 mia kr. I 1970 var beløbet steget til ca. 85 mia kr., og i 1973 til ca. 139 mia kr., heraf ca. 18 mio stykker realkreditobligationer. Medio 1976 udgør de tilsvarende tal henholdsvis ca. 212 mia kr. i nominelt beløb og 24 mio stykker realkreditobligationer.

Behandlingen i forbindelse med indløsningen af de knap 50 mio rentekuponer om året skaber ligeledes administrative problemer både for afviklingssiden og for realkreditinstitutterne. Af den cirkulerende obligationsmængde opbevares beløbsmæssigt ca. 71 pct. i realkreditinstitutterne under disses indskrivningssystemer, som i udstrakt grad baseres på edb-behandling.

Den fysiske opbevaring af obligationer i realkreditinstitutternes boksanlæg kræver en stor manuel arbejdsindsats ved den daglige ind- og udlevering mellem depoter, den halvårslige afklipping af forfaldne kuponer, optælling og makulering samt udtagning af udtrukne obligationer. Erfaringen viser, at værdipapirer, som én gang er indskrevet eller deponeret, nok handles og skifter ejer, men sjældent udtages varigt af indskrivnings- og depotsystemerne. Sån hovedregel vender de fra indskrivning udtagne obligationer tilbage til ny indskrivning.

Den stærkt stigende tilgang af realkreditmateriale i 1960-erne - og specielt i den forløbne del af 1970-erne som nævnt ovenfor - har med de samtidig gældende begrænsninger i pengeinstitutternes udlån medført en eksplosiv udvikling i indskrivningsmønstret.

Medens beholdningen af værdipapirer i pengeinstitutterne i 1960 nominelt androg 3,8 mia kr., udgjorde værdibeholdningen ultimo 1975 nominelt 37,8 mia kr. Disse meget store beholdninger giver et stærkt incitament til hyppige omlægninger, men det må desuden konstateres, at der i de seneste år er sket indskrivning i realkreditinstitutterne af pengeinstitutternes egenbeholdning i et omfang, som tidligere var ukendt, hvilket primært skyldes ændringer i Nationalbankens belåningsregler. Udvalget er bekendt med, at man fra realkreditside i anden sammenhæng har rejst dette spørgsmål over for pengeinstitutterne.

Forinden nyudlånet for ovennævnte 71 pct.'s vedkommende bliver indskrevet, har materialet været igennem en meget arbejdskrævende procedure. Obligationskapper og kuponark er forinden udleveringen optalt hver for sig og er udtaget af bokse. Efter manuel sammenlægning hentes obligationssættene af den låneformidlende - normalt et pengeinstitut. Efter optælling og transport til pengein-

stitut tælles obligationerne på ny og anbringes i boks, eventuelt efter adskillelse. Når obligationerne er solgt første gang, tælles og fordeles disse obligationer til de respektive købere, som for de nævnte 71 pct.'s vedkommende er indskrivningskunder i det obligationsudstedende institut. Obligationerne vender altså for størsteparten tilbage til udstederen, og her tælles de atter, adskilles og deponeres på ny i boksen.

Også de uden for indskrivning cirkulerende ca. 29 pct. af obligationsmængden udgør en væsentlig arbejdsbyrde for både penge- og realkreditinstitutter. De hertil svarende ca. 7 mio stykker obligationer medfører halvårlig manuelt arbejde ved fraklipning af kuponer og op til 5 gange sortering og eftertælling, arbejde med udtrukne obligationer og med obligationer, som benyttes i forbindelse med indfrielse af lån, hvilket alt indebærer en håndterings- og betalingsmæssig besværliggørelse i forhold til det indskrevne materiale.

Alt i alt er trykningen og tilstedeværelsen af de fysiske værdipapirer et unødigt ressourcespild, og det er nærliggende at benytte indskrivningssystemet fuldt ud ved at gennemføre obligatorisk indskrivning.

2. Ved etablering af en fondscentral vil enhver udstedelse af værdipapirer kunne erstattes af en edb-kontoføring. Udvalget har i en særlig rapport vedrørende en sådan central, der er optaget som bilag 1, nærmere redegjort for, hvordan det tekniske system kan opbygges. Da meget væsentlige dele af arbejdsbyrden med håndteringen af fysiske obligationer er knyttet til og afledt af fondshandelen og den dertil hørende afvikling, finder udvalget som anført i den tekniske rapport, at en rationel løsning forudsætter etablering af en fælles indskrivnings- og afviklingscentral (fondscentral).

Ved etablering af en fondscentral vil samtlige fondshandeler over Børsen - og eventuelt andre handeler "underhånden" - kunne berigtiges i centralens afviklingsafdeling og udløse en direkte overførsel af beløb fra konto til konto i indskrivningsafdelingen.

Centralen vil få følgende hovedfunktioner:

- 1) at registrere fondshandeler anmeldt af de til centralen til-meldte fondshandlere. Afviklingsproceduren clearer papirer og deres modværdi i anmeldte forretninger,
- 2) at foretage rene omkonteringer mellem indskrivningskonti i henhold til instruks fra kontohavere,
- 3) at registrere værdipapir-udstedende institutters meddelelse om til- og afgang og posteringer i forbindelse hermed,
- 4) at foretage udtrækning blandt indskrevne obligationer i henhold til instruks fra det udstedende institut,
- 5) at foretage udbetaling af renter og udbytter samt af forfaldne kapitalbeløb,
- 6) at forestå forskellige servicefunktioner for tilsluttede aktieselskaber.

Det bemærkes, at bestemmelsen om obligatorisk indskrivning vil indebære, at der skabes lovhjemmel for, at indskrivning i centralen træder i stedet for alle forskrifter om anden deponering eller båndlæggelse af børsnoterede effekter. For så vidt angår forvaltning af midler tilhørende legater og fonde gælder dog uændret de herom fastsatte regler, jfr. herom indledningen til betænkningen.

Størrelsesordenen af den fælles central kan illustreres ved, at den skal administrere "værdipapirer" til et samlet beløb af ca. 222 mia kr. samt en årlig nettotilgang på ca. 38 mia kr. og mellem 6.000-12.000 daglige handeler.

3. Registreringen af samtlige nuværende obligationsnumre vil kræve betydelig datalagerkapacitet, og da numres tilstedeværelse kan sinke enhver kommunikation, herunder kontoføring vedrørende de daglige handeler, er den tekniske løsning baseret på afskaffelse af de enkelte værdipapirers individuelle numre. Derimod beholdes listestørrelser i systemet, således at nuværende nominelle stykstørrelser, om ønsket, kan bibeholdes. Alternativt kan der i forbin-

delse med hver trækning tildeles de enkelte beviser andele af nærmere angivne størrelser inden for hver værdipapiridentifikation.

I de serier, hvor amortisationen sker ved udtrækning, bibeholdes udtrækningen i øvrigt uændret, og i henhold til et responsum udarbejdet af civilingeniør, lic.tech. Jakob Krarup og civilingeniør, lic.techn. Jørgen Nygaard, optaget som bilag 2, tilgodeses udtrækningens tilfældighed uændret, selv om obligationsnumre erstattes af andele.

I forbindelse med centralens oprettelse kunne overvejes, om udtrækning generelt burde erstattes af terminsvis procentuel tildeling af andele af indbetalte afdrag. Beskrivelse af et sådant system og konsekvenserne heraf har udvalget ment faldt uden for dets kommissorium.

Om de økonomiske konsekvenser af tilintetgørelse af eksisterende fysiske obligationer og aktier og fremtidige emissioner uden udstedelse af fysiske obligationer og aktier henvises til kap. III.

4. Den fysiske håndtering afskaffes såvel i realkredit- som i pengeinstitutterne, hvis opbevaring af fysiske værdipapirer i depoter reduceres i takt med foretagen indskrivning. Dog er den tekniske skitseløsning opbygget således, at både realkredit- og pengeinstitutterne kan optræde som storkunder i fondscentralen på deponenters vegne.

Sådanne deponenter kan dog selv blive indskrivningskunder i centralen uden samtidig at have mistet realkredit- eller pengeinstitutternes vejledende funktion, idet de obligationsudstedende institutter fortsat kan blive indleveringssteder for centralen, ligesom pengeinstitutterne kan opretholde deres vejledende funktion i forhold til deponenterne, enten ved at samle deponenter i et storkundepot i centralen eller ved i forbindelse med individuelle indskrivningskonti at sikre sig fuldmagt til at disponere for en deponent og/eller rekvirere udskrifter fra centralen.

Denne fuldmagtsordning vil være vigtig for, at fondshandlerne un-

der løsning B) kan overføre deres depoter til centralen og dermed opnå de fulde besparelser ved en centraliseret løsning. Ved hjælp af fuldmagtsordningen vil fondshandlerne således kunne yde deres kunder samme service som hidtil, hvorved de marketingsmæssige ulemper for fondshandlerne ved at opgive deres egne depotsystemer reduceres væsentligt. For de obligationsudstedende institutter gør lignende synspunkter sig gældende med hensyn til ordningen, hvorefter disse institutter for så vidt angår egne obligationer kan stå som indleveringssteder for centralen. Fuldmagtsordningen vil således bidrage til at forkorte overgangstiden mellem løsning B) og løsning C) væsentligt.

I det følgende beskrives, hvorledes systemet vil fungere. Beskrivelsen følger de hovedlinier, der er anlagt i den tekniske rapport, jfr. bilag 1.

Centralen har 2 hovedfunktioner, at varetage alt i forbindelse med indskrivning af obligationer og aktier, og at varetage afviklingen af fondsforretninger foretaget på Københavns Fondsbørs og handler i tilslutning hertil.

Med henblik på at formidle denne omsætning og skabe nødvendig forbindelse til indskrivningssiden oprettes der i centralen et system af "afviklingskonti", hvori deltager:

- Alle obligationsudstedende institutter og enheder.
Alle børsnoterede aktieselskaber.
Danmarks Nationalbank.
- Øvrige banker og sparekasser.
- Fondsbørsvekslererne samt
- store enheder, der kan godkendes af centralens bestyrelse, f.eks. ATP, Statsanstalten, øvrige forsikringsselskaber, større offentlige pensionskasser og investorer, der har en betydelig og jævnlig omsætning i børsnoterede papirer.

De nævnte afviklingskonti skal pr. hver afviklingsdag udlignes såvel beløbsmæssigt som med hensyn til effekter, og centralen må således ikke have nogen form for forretningsmæssigt islæt.

Den enkelte fondshandler skal selv over sin afviklingskonto foretage afviklinger for dem af hans klienter, der ikke fører afviklingskonti i centralen.

Fondshandlerne skal meddele centralen alle nødvendige data vedrørende fondsforretningerne, f.eks. papirets navn, køb eller salg og modparter, nominelt beløb og provenu samt give overførselsinstruktioner for effekter og beløb.

Alle former for mellemhandler udskilles således, at kun den egentlige sælger og den egentlige køber kommer til registrering på indskrivningssiden. Beløb og provisioner vedrørende mellemhandler skal afvikles før registrering.

Centralen vil i givet fald registrere, hvis en modydelse - effekter eller beløb - på de enkelte afviklingsdage ikke er til disposition. Den standser i så fald afviklingen af den pågældende post og underretter de involverede fondshandlere. Tab i forbindelse med afviklinger over centralen skulle derfor være udelukket.

Reservationer i indskrivning kan foretages, svarende til den eksisterende ordning med notering af checks.

Centralen sender kontoudtog til køber og sælger.

Indskrivningskontohavere kan (uden om afviklingen) overføre fra konto til konto.

5. Med oprettelse af en fondscentral, hvorigennem al indskrivning og afvikling skal administreres ved hjælp af edb, vil der opstå forskellige risici for forsinkelser af edb-anlæggets drift for kortere eller længere tidsrum.

Disse forsinkelser kan bl.a. skyldes hærverk på edb-anlægget, brand og vandskader, strømafbrydelser, strejke eller arbejdsnedlæggelse blandt personalet.

Disse forhold er allerede kendte faktorer, og der træffes da også i dag dispositioner til forebyggelse på forskellige måder.

Vitale edb-installationer sikres mod uautoriseret adgang i såvel arbejdstid som eventuelle ubemandede perioder ved hensigtsmæssige bygningskonstruktioner samt kontrol- og overvågningsudstyr med alarm til udrykningscentral.

Omfanget af konsekvenser af beskadigelser af datamedier ved brand og vandskader m.m. kan mindskes ved, at periodevis ajourførte kopier af alle grunddata til brug for hurtig retablering opbevares i boksanlæg, der er fysisk adskilt fra edb-installationen.

Strømafbrydelser kan imødegås ved installation af nødelektricitetsanlæg, der kan udvikle elektricitet til fortsat edb-kørsel i korte eller længere tidsrum.

Strejker og arbejdsnedlæggelse blandt personalet kan næppe forebygges med samme garanti som fysiske afbrydelser, men gode løn- og arbejdsvilkår (eventuelt tjenestemandslignende ansættelse) vil dog medvirke til at minimere denne risikofaktor.

Alle ovennævnte sikkerhedsforanstaltninger eksisterer i dag ved alle større edb-installationer, f.eks. statens og kommunernes datacentraler m.v., der alle har behov for kontinuerlig drift på tilsvarende måde som en fondscentral.

Kap. III.

Økonomiske konsekvenser ved gennemførelse af en nyordning.

1. Udvalget har på grundlag af omkostningerne ved den eksisterende ordning inden for de enkelte sektorer foretaget en analyse over de enkelte sektors omkostningsbesparelser/meromkostninger ved indførelse af et system, hvor de fysiske værdipapirer afskaffes. Indledningsvis er der dog grund til at understrege, at man ved afgørelsen af, om man skal søge at gennemføre et papirløst system, ikke alene bør hæfte sig ved, hvor store beløb der vil kunne spares i forhold til den eksisterende ordning. Navnlig kan der på baggrund af den hidtidige udvikling være grund til at fremhæve, at en fortsættelse af den eksisterende ordning med et stadig stigende antal værdipapirer vil øge kravene til manuel arbejdskraft, bokskapacitet, trykning af værdipapirer m.v. i et sådant omfang, at de kapacitetsmæssige og økonomiske problemer inden for en relativ kort årrække vil blive meget betydelige. Det skal tillige nævnes, at også sikkerhedsmæssige hensyn taler for at gennemføre en nyordning, idet flerfarvet fotokopiering samt højt udviklet reproduktionsteknik kan medføre lettere adgang til forfalskning af fysisk cirkulerende værdipapirer.

Det er derfor udvalgets opfattelse, at en forenkling under en eller anden form af især obligationshåndteringen under alle omstændigheder vil være påkrævet.

2. Udvalget har foretaget en ressourcemæssig konsekvensberegning af den i kap. II foreslåede tekniske løsning sammenholdt med den eksisterende ordning. Man har endvidere fundet det hensigtsmæssigt tillige at undersøge dels omkostningsbesparelserne ved gennemførelse af den decentraliserede løsning, som var indeholdt i Realkreditrådets betænkning af 1974 vedrørende begrænsning eller overflødig-

gørelse af brugen af den fysiske obligation, dels omkostningsbesparelserne ved gennemførelse af en helt centraliseret ordning.

Udgangspunktet for udvalgets overvejelser har således været følgende mulige principløsninger:

Løsning A.

En obligatorisk indskrivning af realkreditobligationer i institutterne og frivillig indskrivning af andre obligationer og aktier. (Realkreditrådets betænkning af 1974 med senere statusrapport vedrørende en fælles afviklingscentral).

Løsning B.

En obligatorisk indskrivning af obligationer og børsnoterede aktier i en fælles indskrivnings- og afviklingscentral, kombineret med visse funktioner henlagt til realkreditinstitutter og pengeinstitutter. (Den skitserede løsning i denne betæknings kap. II).

Løsning G.

En obligatorisk indskrivning af obligationer og børsnoterede aktier i en centraliseret børsafviklings- og indskrivningscentral. (Delvis baseret på BAIC-udvalgets forslag).

Løsning A) indebærer, at såvel cirkulerende som fremtidigt udstedte realkreditobligationer obligatorisk inddrages under ordningen. Indskrivningen sker i de enkelte realkreditinstitutter. Investorerne vil således hver skulle have mindst lige så mange indskrivningskonti, som de har papirer i de forskellige realkreditinstitutter. Køb og salg af obligationer sker ved overførsel mellem indskrivningskonti via en afviklingscentral. Overførslen sker ved deponentens begæring på en særlig formular, som sendes direkte til afviklingscentralen. Formularen skal indeholde oplysning om indskrivningskontienes numre, navn og adresse, papirernes løbenumre

og beløb. Ved overførsel til nyoprettede indskrivningskonti skal tillige oplyses pengeinstituttets kontonummer.

Ved denne løsning vil pengeinstitutternes depotsystemer kunne opretholdes for kunder, som ønsker deres værdipapirer samlet ét sted samt generelt for andre obligationer end realkreditobligationer og for aktier. Indløsning af kuponer og udtrukne obligationer sker ved konto-til-kontooverførsler fra realkreditinstitutterne til deponenterne via PBC.

Løsning B) og C) er beskrevet i den tekniske skitseløsning i kap. II.¹⁾

Forskellen mellem de to centraliserede principløsninger består væsentligst i, at pengeinstitutternes og realkreditinstitutternes depot- og indskrivningssystemer under løsning B) kan opretholdes som "filialer" af fondscentralen, således at investor bevarer valgfrihed med hensyn **til**, om han vil lade sine effekter indskrive direkte i **centralen** eller i de respektive institutter. Ved løsning C) **foregår** indskrivningen alene direkte i centralen.²⁾

Den grundlæggende tanke bag alle tre overvejede løsningsforslag er at afskaffe værdipapirer som bærere af fordringer og i stedet erstatte dem med kontomellemværender efter samme princip som for konti i pengeinstitutterne. Selve obligationsbegrebet, realkreditlovens regler m.v. bevares fuldt ud, jfr. nærmere beskrivelsen heraf i kap. V. Den umiddelbare fordel er her afskaffelsen af den meget omkostningskrævende trykning, håndtering og opbevaring af selve værdipapirerne. Hertil kommer forenkling af indløsningen af kuponer og udtrukne obligationer m.v., idet disse funktioner kan foretages ved rene konto-til-kontotransaktioner.

1) De 3 skitserede løsnings karakteristika fremgår tillige af bilag 3.

2) Som nærmere omtalt i kap. V, det lovmæssige grundlag, regnes retsvirkningerne af indskrivning (registrering) ved begge løsninger **først fra** det øjeblik, hvor registrering har fundet sted i centralen.

De skitserede fordele vil kunne opnås ved alle de foreslåede principløsninger, men udvalgets undersøgelser,, jfr. nedenfor, viser, at de centraliserede løsninger B) og C) i forhold til den decentraliserede indskrivningsordning A) rummer større omkostningsbesparelser, bl.a. fordi den decentraliserede løsning vil kræve et i forhold til den indskrevne beholdning større antal indskrivningskonti end de centraliserede ordninger. Investor behøver således kun at have konto ét sted for samtlige sine aktiver (værdipapirer) ved løsning G), mens han ved løsning A) må have én konto for hvert af de institutter, hvori han ejer obligationer. Ved løsning B) har investor valgfrihed mellem, om han vil have sine aktiver indskrevet i den fælles central eller i de enkelte institutter. I sidstnævnte tilfælde må han også ved løsning B) have én konto for hvert af de institutter, hvori han har aktiver indskrevet.

Som grundlag for omkostningsanalysen har udvalget indhentet oplysninger fra banker og sparekasser, fondsbørsvekselerere, realkreditinstitutter og Danmarks Nationalbank om disse sektors forventede omkostningsbesparelser/meromkostninger ved overgang til henholdsvis løsning A), B) eller C) sammenlignet med den eksisterende ordning.

Oplysningerne er indhentet på grundlag af et spørgeskema, jfr. bilag 3, udsendt til et repræsentativt udsnit af pengeinstitutter (10 banker og 4 sparekasser), samtlige fondsbørsvekselerere og Danmarks Nationalbank. Herudover er der indhentet ekspertskøn over mulige omkostningsbesparelser i realkreditsektoren. Oplysningerne fra pengeinstitutterne er blevet indsamlet og bearbejdet i Tilsynet med Banker og Sparekasser.

Som omkostningsbegreb er anvendt summen af variable og tilregnede faste omkostninger under forudsætning af fuld kapacitetsmæssig tilpasning. For de enkelte sektorer dækker besparelserne således et fald i de direkte driftsomkostninger, d.v.s. løn, papir m.v. samt faste omkostninger, som på længere sigt vil falde, såsom afskrivninger på maskiner og inventar, husleje og rengøring, generel administration m.v. De viste omkostningsbesparelser vil således ikke i fuld udstrækning blive effektueret umiddelbart efter overgangen til et nyt system. Derimod kan de betragtes som forventede årlige

besparelser, når de enkelte sektorer har været igennem en tilpasningsperiode.

Omkostningsbesparelserne/meromkostningerne er alene forsøgt opgjort som ressourcemæssige ændringer, idet der er set bort fra omkostninger i forbindelse med etableringen og driften af centralen.

Mere kortsigtede ressourceovervejelser kunne formodes at tale til fordel for løsning A) og B) fremfor løsning C), fordi der her er mulighed for at betjene sig af eksisterende kapacitet i realkreditinstitutternes indskrivningssystemer og pengeinstitutternes depoter. Disse hensyn er ikke medtaget i omkostningsberegningen.

Der er også i analysen set bort fra eventuelle gebyrer erlagt til andre sektorer. Specielt for pengeinstitutterne og fondsbørsvekslererne bemærkes, at disse ved løsning C) og formentlig i nogen grad tillige ved løsning B) mister betydelige gebyrindtægter ved depotforvaltning. Når der ikke er taget hensyn hertil i analysen, skyldes det, at man udelukkende har set på ressourcemæssige besparelser af hensyn til valget af teknisk løsning.

Resultatet af den foretagne analyse fremgår af omstående tabel.

For statens vedkommende viser en foretagen undersøgelse, at de nuværende omkostninger (pr. 1975) ved behandlingen af statsobligationer ligger i størrelsesordenen godt 1 mio. kr., og at der ved gennemførelse af løsning B) og C) vil kunne spares yderligere henholdsvis ca. 650.000 kr. og knap 1 mio. kr.

Nettoomkostningsbesparelser i millioner kroner.

	løsning A	løsning B	løsning C
banker og sparekasser 4)	27.0	53.0	100.0
fondsbørsveksele- rerne	0	1.5	1.5
nationalbanken	1.5	2.0	3.0
realkreditinsti- tutterne 5)	9.0	14.0	41.0
samtlige sektorer	37.5	70.5	145.5

3) Som følge af uensartet besvarelse kan den i spørgeskemaet anvendte opdeling og detaljeringsgrad ikke anvendes for totaltallene, hvorfor kun nettoomkostningsbesparelserne er angivet.

4) Omkostningsbesparelserne for banker og sparekasser (1 bank og 1 sparekasse har ikke besvaret spørgeskemaet) er udarbejdet som kvotientskøn for grupper af pengeinstitutter i overensstemmelse med bank- og sparekassestatistikken.

5) De skønnede besparelser for denne sektor omfatter samtlige obligationsudstedende institutter, herunder f.eks. også Dansk Landbrugs Realkreditfond, Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, Danmarks Skibskreditfond m.v.

Herudover har udvalget søgt at foretage en vurdering af omkostningsbesparelserne for børsnoterede aktieselskaber ved ovennævnte løsninger B) og C), hvor børsnoterede aktier forudsættes inddraget obligatorisk efter en overgangsperiode. For aktieselskaberne kan der her være ressourcebesparelser ved selve aktieemissionen, ved dividendeudbetalinger, herunder udlevering af kuponark, ved foringen af aktiebogen, ved indkaldelser til generalforsamling, herunder uddeling af stemmesedler, samt i øvrigt ved udsendelser til aktionærerne.

En meget væsentlig del af ressourcebesparelserne på disse områder ligger dog i bankerne, idet bankerne medvirker ved aktieemissioner og dividendeudbetalinger m.v. Disse besparelser er allerede medregnet i tallene for bankernes omkostningsbesparelser. Det må følge lig antages, at de direkte på selskaberne faldende ressourcebesparelser er ret beskedne, formentlig af størrelsesordenen 5-10 mio kr. pr. år. Denne besparelse vil kunne opnås under såvel løsning B) som C).

Uanset at den foretagne analyse er behæftet med en række usikkerhedsfaktorer, viser den dog klart, at der for de væsentligste sektorer under ét kan opnås betydelige økonomiske fordele ved afskaffelse af de fysiske værdipapirer og gennemførelse af enhver af de skitserede løsninger. Undersøgelsen viser endvidere, at løsningerne B) og C), der begge er baseret på en fælles central, er de mest økonomiske, og at gennemførelse af den helt centraliserede ordning, løsning C), vil give de største besparelser.

Når udvalget alligevel har udarbejdet den i kap. II skitserede tekniske ordning, løsning B), er det for at tilgodese de institutter, som måtte ønske at bibeholde en nærmere kontakt med kunderne (investorerne) ved, som en del af den fælles central, at administrere enten pengeinstitutdepoter eller indskrivningen af de enkelte institutter udstedte værdipapirer. På denne måde kan pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne fungere som en slags filialkontorer af den fælles central. Det påpeges endvidere, at man i indkøringsfasen skal betjene sig af de eksisterende indskrivnings- og depotsystemer, idet det som nævnt andetsteds er udvalgets forslag successivt at føre eksisterende obligationslån ind under

centralen, efterhånden som denne opbygges, og erfaringer indvindes. På lidt længere sigt er det udvalgets klare opfattelse, at der vil være så store økonomiske fordele forbundet med den helt centraliserede løsning C), at det vil blive undtagelsen, at de bestående forvaltningssteder vil komme til at optræde som mellemed mellem indehaveren af rettighederne og fondscentralen.

3. Det er meget vanskeligt på nuværende tidspunkt at skønne over udgifterne ved fondscentralens oprettelse og drift. Det hænger bl.a. sammen med, at udvalget ikke har overvejet, om der, såfremt nyordningen gennemføres, bør oprettes et selvstændigt edb-anlæg, eller om centralen skal basere sin virksomhed på servicebureauer. Der er således ej heller indhentet tilbud på edb-udstyr m.v. Stillingtagen hertil bør efter udvalgets opfattelse overlades til foniscentralens bestyrelse, når der er taget endelig stilling til centralens oprettelse.

Omkostningerne til etablering og drift af en fælles fondscentral kan kun skønsmæssigt anslås ud fra kendskab til allerede eksisterende centraler.

I det følgende er omkostningsvurderingen baseret på en fælles indskrivnings- og afviklingscentral.

De fremkomne omkostninger til etablering og drift må dog for så vidt angår lokaler og edb skønnes at andrage et ensartet niveau, uanset valg af løsning B) eller C), idet en formindsket aktivitet i selve centralen ved løsning B) vil modsvares af et øget behov for kommunikation.

Antallet af egentlige sagsbehandlere i centralen vil afhænge af antallet af direkte kunder, hvorfor valg af løsning og antallet af eventuelle filialer vil påvirke personaleomkostninger, blanketforbrug og udgifter til forsendelse m.m. Det må dog påpeges, at disse omkostninger kun overføres fra centralens budget til de enkelte filialer.

Ønsker pengeinstitutter og realkreditinstitutter som "filialer"¹¹ at optræde som storkunder over for den fælles central, vil der udover de nedennævnte omkostninger til en central være omkostninger til egen administration og edb-system. Disse særømkostninger fremtræder i betænkningen ikke som omkostninger, men har påvirket økonomiberegningen i form af reducerede besparelser for løsning A) og løsning B).

Ved omkostningsvurderingen har udvalget sondret mellem 3 faser, henholdsvis:

a) Etablering af centralen, såvel organisatorisk som edb-mæssigt, b) indkøring, prøveperiode med nye obligationstyper samt overførsel af eksisterende obligationer, c) drift af et fuldt udbygget system.

a) Etablering. Inden fondscentralen kan påbegynde sin virksomhed, skal ledelse, sagsbehandlere og edb-personale udarbejde både arbejds-gange og edb-systemer til indskrivning og afvikling. Etableringsfasen - tidsintervallet fra arbejdets påbegyndelse til start af centralen - anslås til ca. 2 år med et stigende behov for ansatte i takt med de enkelte fasers igangsætning. Udgifterne i denne periode anslås at ville andrage ca. 24 mio kr., der fremkommer således:

Personaleomkostninger - gennemsnitligt
personalebehov for perioden:

50 personer i 2 år à 100.000 kr.	ca. 10 mio kr.
----------------------------------	----------------

Lokaler

- 1. år (administration)	ca. 1 mio kr.
--------------------------	---------------

- 2. år (administration og edb-lokaler)	ca. 2 mio kr.
---	---------------

edb-anlæg i 1/2-1 år	ca. 5 mio kr.
----------------------	---------------

Øvrig administration	ca. 6 mio kr.
----------------------	---------------

	<u>ca. 24 mio kr.</u>
--	-----------------------

b) Indkøring. I perioden fra igangsættelse af systemet og indtil samtlige nuværende obligationer er indskrevet under ordningen, vil en ekstraordinær stor arbejdsbyrde påhvile både hidtidige forvalt-

ningssteder og fondscentralen, idet indkøringsperioden såvel omfatter igangsættelse af nye obligationstyper som overførsel af eksisterende obligationer.

Indkøringsfasen skønnes til en periode af 3 år, og omkostningerne i denne periode at andrage pr. år:

Personaleomkostninger i centralen (100 personer à 100.000 kr.)	ca. 10 mio kr.
Lokaler	ca. 4 mio kr.
Driftsomkostninger (maskiner, blanketter, forsendelse)	<u>ca. 14 mio kr.</u>
	<u>ca. 28 mio kr.</u>

Udgifterne til såvel blanketter som forsendelse vil i denne periode være af meget væsentligt omfang, idet samtlige obligationsejere skal registreres og have tilsendt materiale om ejerforhold m.v.

c) Drift. Efter endt overgangsperiode vil driften af centralen samt videreudvikling af de forskellige opgaver herunder indkøring af aktier skulle administreres.

De årlige driftsomkostninger anslås til ca. 20 mio kr.

Dette beløb er skønnet ud fra kendskab til eksisterende edb-centraller og er derfor et beløb, der er uafhængigt af opgavens art. Faktorer, der påvirker driftsomkostningerne, er f.eks. krav til systemets omfang og hastighed, antallet af ekspeditioner og udskrifter m.v.; disse faktorer er ikke umiddelbart målelige, før centralens struktur og antallet af eventuelle "filialer" er kendt.

I driftsomkostningerne er ikke medregnet eventuelle udgifter til forrentning og amortisation af etablerings- og indkøringsomkostningerne. Udvalget har ved en forenklet beregning anslået, at de udgifter, der skal forrentes, vil være af størrelsesordenen ca. 66 mio kr., der fremkommer som summen af etableringsomkostninger 24 mio kr. og 50 pct. af overgangsperiodens omkostninger (3 x 28 mio kr. = 84 mio kr.), idet det herved er lagt til grund,

at centralens nytteværdi for så vidt angår produktion i 3-årsperioden stiger fra 0 til 100 pct.

Fondscentralen forudsættes økonomisk at skulle hvile i sig selv og ikke tilstræbe at give overskud. I givet fald vil centralen dog efter den gældende lovgivning være skattepligtig, jfr. lov om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v., ministeriet for skatter og afgifters lovekendtgørelse nr. 502 af 6. oktober 1976. Da real-kreditinstitutter eksempelvis er undtaget fra skattepligt efter den nævnte lovs § 3, har udvalget dog forudsat, at fondscentralen ligeledes vil kunne undtages fra skattepligt. Dette må i givet fald ske ved en tilføjelse til den nævnte lov.

4. Udvalget har endvidere overvejet, hvilke samfundsøkonomiske virkninger, der eventuelt vil være forbundet med gennemførelse af en ny ordning.

På forhånd synes introduktionen af et system uden fysiske værdipapirer ikke - bortset fra de ressourcemæssige og herunder arbejdskraftsmæssige besparelser - at skulle kunne give anledning til større samfundsøkonomiske konsekvenser, i og med afskaffelsen af de fysiske værdipapirer alene repræsenterer en automation, og det må understreges, at udvalget ikke - udover forskelle i de ressourcemæssige besparelser - mener, at der er forskelle i de samfundsøkonomiske konsekvenser med hensyn til indførelsen af de 3 tekniske løsningsmuligheder.

Da de af udvalget overvejede løsningsmuligheder alle medfører en obligatorisk indskrivning af obligationer og dermed en eller anden form for registrering af obligationsejerne (evt. efter CPR- eller CIR-numre), har udvalget overvejet virkninger på a) det offentlige skatteprovenu og obligationsudbuddet, b) virkninger på opsparringen i værdipapirer samt c) virkninger på kapitalimporten og d) virkninger på likviditetsflowet. Endelig har udvalget overvejet, e) hvilke virkninger en afskaffelse af fysiske værdipapirer får i relation til stempelovgivningen.

a. På det foreliggende statistiske grundlag kan en opgørelse over ikke-selvangivne obligationer ikke foretages uden stor usikkerhed, idet fordelingen af Obligationsmassen ikke kan fastlægges alene på grundlag af selvangivelsesundersøgelser eller anden tilgængelig statistik.

Efter udvalgets skøn vil antallet af ikke-selvangivne obligationer imidlertid ikke være af et sådant omfang, at det vil kunne få nogen større virkning på obligationsudbuddet og dermed på renteniveauet, selv om det ved indførelse af en nyordning skulle blive muligt at føre kontrol med obligationsejerne. Skulle der som følge heraf mod forventning fremkomme en forøgelse af obligationsudbuddet i større omfang, vil risikoen for virkningen på obligationsmarkedet imidlertid ikke være stor, idet nyordningen som beskrevet i kap. IV af tekniske grunde foreslås indført successivt over en årrække.

b. Det er vanskeligt at skønne over, hvilken virkning afskaffelse af fysiske værdipapirer vil få for privates interesse i at investere i obligationer m.v. På den ene side kan det vel tænkes, at nogle af mere eller mindre psykologiske grunde vil afstå fra at investere i obligationer, når de mister selve værdipapiret, rentekuponer etc., og til erstatning herfor blot får et indskrivningsbevis med en kontoudskrift, automatisk tilskrivning af renter etc. Omvendt kan man dog også regne med, at nogle, der hidtil ikke har foretaget opsparing i værdipapirer, vil gøre det under den nye ordning, netop af de anførte grunde, hvor systemet er så administrativt enkelt.

Efter udvalgets opfattelse vil de her nævnte forhold antagelig kun have betydning ved overgangen og mindskes som følge af den successive indførelse. De vil næppe få nogen nævneværdig effekt på obligationsmarkedet. Det må i denne forbindelse erindres, at ca. 71 pct. af Obligationsmassen i dag er indskrevet i institutterne, hvortil kommer en betydelig del, der henligger i depoter i pengeinstitutterne.

c. I forbindelse med salg af danske kroneobligationer og aktier til udlandet vil en registrering næppe få nævneværdig betydning. Indtil medio 1976 (jfr. Nationalbankens Kvartalsoversigt august 1976) er der i alt placeret for ca. 800 mio kr. i udlandet. Der foreligger ikke nærmere statistiske oplysninger om, i hvilket omfang disse værdipapirer er sendt ud af landet, men det kan dog erfaringsmæssigt skønnes, at hovedparten er deponeret her i landet ved indskrivning i de pågældende institutter, jfr. kap. IV, afsnit 2.

Udvalget finder derfor ikke, at der er grundlag for at antage, at en registrering vil få valutariske virkninger.

d. Vedrørende spørgsmålet om virkningen på pengestrømmene og de eventuelt dermed følgende indtægtsomfordelinger har udvalget i sine overvejelser lagt følgende transaktionstyper til grund:

- 1) køb/salg af obligationer for kunders regning
- 2) indfrielse af kuponer
- 3) indfrielse af udtrukne obligationer.

For afviklingssiden opstår der formentlig ikke rentemæssige virkninger i større omfang. Ved den førstnævnte transaktionskategori indtræder renteberegningstidspunktet altid på afviklingsdagen, mens indløsning af kuponer som hovedregel valideres dagen før, realkreditinstituttet modtager kuponerne. Ved den tredje kategori optræder der dog et en-dags rentetab for pengeinstitutterne, idet validering sker samme dag, som modtagelsen finder sted i realkreditinstituttet, men dette tab opvejes stort set af en fast indløsningsprovision.

På indskrivningssiden må realkreditinstitutterne formentlig konstatere en vis indtægtsnedgang svarende til den renteindtægt, institutterne nu oppebærer som følge af, at obligationsejere i et vist omfang indløser kuponer og udtrukne obligationer efter forfald. Der foreligger ikke opgørelser eller skøn over dette indtægtstab.

e. Med hensyn til stempelafgifter gælder allerede efter realkreditlovens § 18 og stempellovens §§ 81 og 86, at udstedelse og overdragelse af realkreditobligationer er stempelfrie. Det samme gælder for aktiers vedkommende, idet den hidtidige regel herom i stempellovens § 54 er ophævet ved lov nr. 283 af 23. maj 1973. Tilbage står den særlige børsstempelafgift i medfør af lov nr. 313 af 20. december 1915 om særlig stempelafgift ved overdragelse af offentlige værdipapirer. Det følger imidlertid af denne lovs § 4, at stempelafgift til eksempel ikke skal svares, når begge parter er vekselere, og overdragelsen for begges vedkommende sker i kommission, eller ved den første overdragelse fra udstederen til første erhverver.

Udvalget har ikke nærmere overvejet, hvorvidt en afskaffelse af det fysiske værdipapir vil medføre, at overdragelse falder uden for lovens område. Såfremt dette imidlertid måtte være tilfældet, vil statens tab på årsbasis i medfør af 1915-loven udgøre ca. 20 mio kr.

5. Grundlaget for udvalgets overvejelser vedrørende fordelingen af omkostningerne ved fondscentralens etablering og drift har været, at udgifterne må dækkes af de sektorer, der har økonomiske fordele ved den nye ordning.

Udvalget har ikke anset det som sin opgave i detaljer at foreslå en fastsættelse af udgifternes fordeling, idet man finder, at denne naturligt bør afvente en endelig stillingtagen til valg af teknisk løsning. De nærmere detailregier bør herefter fastsættes af bestyrelsen for fondscentralen. Efter udvalgets opfattelse bør alene de overordnede principper for udgiftsfordelingen fastslås i selve loven for fondscentralen.

Det har i udvalget været drøftet, om centralens omkostninger delvis kunne pålægges investorerne, d.v.s. ejerne af de indskrevne aktiver. Dette ville imidlertid indebære en væsentlig ændring i forhold til, hvad der nu gælder ved indskrivning i realkreditinstitutter, og da udgifterne som udgangspunkt skal bæres af dem, der har økonomisk fordel af ordningen, har udvalget forudsat, at investorerne som hovedregel ikke skal betale for indskrivningen.

Udvalget har især overvejet følgende mulige principper for fordelingen af udgifterne: En fordeling efter en fast fordelingsnøgle, en fordeling ved fastsættelse af et gebyr pr. foretaget transaktion, eller en kombination heraf, således at udgifterne forholdsmæssigt efter en fast ordning blev fordelt mellem indskrivningssiden og afviklingssiden, og inden for den enkelte sektor igen fordelt efter et gebyr pr. transaktion.

En fast fordelingsnøgle vil formentlig ikke være hensigtsmæssig. En én gang fastlagt fordelingsnøgle kunne umiddelbart synes let at administrere, men vil på den anden side ved en så omfattende nyordning ikke kunne undgå at give anledning til vanskeligheder, idet som ovenfor nævnt deltagerkredsen stedse vil undergå forandringer i takt med, at centralens virksomhed udvides.

Et transaktionsgebyr varierende efter transaktionstype rummer den fordel, at brugeren til enhver tid kun betaler for den af ham udnyttede del af centralens kapacitet. Man kunne forestille sig, at brugeren debiteredes et fast beløb pr. udført transaktion efter en i forvejen i centralens vedtægter fastlagt gebyrstruktur.

En tredje mulighed, som udvalget har overvejet, er, at man på forhånd fastsætter en omkostningsfordeling mellem indskrivningssiden og afviklingssiden. Efter udvalgets opfattelse kunne centralens omkostninger tænkes fordelt på de to sektorer i forholdet 1:1. For indskrivningssidens vedkommende kunne realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter og myndigheder samt aktieselskaber herefter indbyrdes fordele deres omkostninger efter cirkulerende mængder, medens pengeinstitutter, fondsbørsvekselerere og Danmarks Nationalbank for afviklingssidens vedkommende kunne fordele deres omkostninger efter antallet af afviklingsforretninger.

Det forudsættes herved, at der tillige som udgangspunkt skal betales transaktionsgebyr for omposteringer mellem indskrivningskonti uden om afviklingen, svarende til, om der lå en fondshandel bag omposteringen. Dette skal dog ikke gælde i tilfælde, hvor der i realiteten ikke sker nogen omsætning mellem forskellige investorer,

f.eks. ved omposterings mellem egne konti eller lignende. Gebyret udredes af de parter, omposteringen vedrører.

Udvalget går ind for, at den sidstnævnte model anvendes som fordelingsprincip, og at der derfor i loven optages en bestemmelse om, at centralens udgifter skal afholdes af de deltagende myndigheder, institutter og selskaber, dels under hensyn til de indskrevne aktivers størrelse dels omsætningens omfang. Som ovenfor nævnt finder udvalget imidlertid, at udfærdigelse af de nærmere detailregier bør afvente stillingtagen til udvalgets forslag i øvrigt, herunder valg af teknisk løsning, og at udformningen af disse regler herefter må overvejes nærmere af fondscentralens bestyrelse og fastsættes i centralens vedtægter.

Kap. IV.

Overgangsproblemer ved oprettelse af en fondscentral.

1. Udvalget har overvejet de særlige overgangsproblemer, der vil opstå i forbindelse med oprettelse af en fondscentral som beskrevet i kap. II. Af tekniske og praktiske grunde finder udvalget, at fondscentralen bør sættes igang etapevis, og udvalget har i det følgende nærmere skitseret, hvorledes ordningen tænkes iværksat.

2. For obligationers vedkommende vil 1. fase omfatte det forberedende arbejde.

I samarbejde med de værdipapirudstedende institutter, pengeinstitutter og fondsbørsvekselerere forberedes oprettelsen af indskrivningskonti i fondscentralen, som ved starten for disse parter skal kunne administrere samtlige nye emissioner.

Endvidere kan overvejes, hvor mange indskrivningskonti det er mest praktisk at oprette før startdatoen; her tænkes på offentlige fonde, forsikringsselskaber og andre store investorer. For de institutter, som måtte ønske at deltage som storkunder dels som indskrivningssted for egne obligationer, dels som deponeringssted, må edb-systemerne koordineres med fondscentralens systemer.

På et tidspunkt under 1. fase annonceres, at udstedelse af fysiske værdipapirer ophører efter fondscentralens startdato, og at nye lån i stedet udstedes i obligationsløse serier via centralen i et obligatorisk indskrivningssystem.

Det må nærmere overvejes, på hvilken måde man mest hensigtsmæssigt kan informere udenlandske investorer om det nye system. De fleste

udenlandske investorer har dog som nævnt i kap. III i forvejen deres værdipapirer indskrevet i de respektive institutter, og der opstår derfor ingen særlige problemer i relation til denne gruppe af investorer.

Omssjtningsleddet skal forberede sig på i en periode efter fondscentralens start at handle med 2 typer værdipapirer, idet det både af kursliste og af notaer skal fremgå, om handelen foretages i obligationsløse serier, eller om fysiske værdipapirer helt eller delvis er involveret. I forbindelse med afviklingen i overgangsfasen vil kunne opstå praktiske problemer, som udvalget dog forudsætter vil kunne løses administrativt.

I slutningen af 1. fase forudsættes omfattende prøvekørsler gennemført, før 2. fase påbegyndes.

I 2. fase begynder fondscentralen sit virke, og emissioner fra denne dato er papirløse.

Ved lånets udbetaling meddeler det obligationsudstedende institut til centralen, at dets konto skal debiteres for dagens samlede udlån, samt at lånemodtager eller fuldmagtshavers konto skal krediteres. Kontoudtog herom udsendes fra fondscentralen.

Herefter handles disse typer som angivet i kap. II. Afgang vedrørende den i fondscentralen cirkulerende masse meddeles fra det obligationsudstedende institut som kreditering på dets konto.

2. ifase påregnes at være en indkøringsperiode udelukkende på nye obligationsløse serier og må antages at skulle vare 1/2 år, således at én termin kan gennemføres i det nye system. Det kan overvejes, om 3. fase kan rykkes frem.

På et tidspunkt i 2. fase annonceres og reklameres for indskrivning af "gamle" serier i de obligationsudstedende institutters bestående indskrivningssystemer. Dette kan medføre boksproblemer, hvis samtlige ejere af endnu cirkulerende fysiske obligationer (29 pct.) efterkommer opfordringen.

I givet fald må annoncering for indskrivning eventuelt individuelt udskydes.

I 3. fase indkaldes de ved fondscentralens start cirkulerende obligationer til obligatorisk indskrivning.

De obligationsudstedende institutter, som vælger at deltage direkte i centralen, fører efter en forud tilrettelagt tidsplan - hvor kuponskifte og udtrækning spiller ind - og efter udarbejdede konverteringsprogrammer maskinelt dele af deres indskrivningskonti til centralen svarende til rækkefølgen af seriernes overgang til det nye system.

De institutter, som vælger at administrere den del af egen indskrivning, som af kreditor ikke kræves overført til centralen, overfører tilsvarende til det med centralen integrerede system.

Efter en mellem parterne aftalt rækkefølge indkaldes "gamle" serier til indskrivning i de uden for centralen bestående indskrivningsafdelinger.

Rækkefølgen kan være først de serier, hvori der erfaringsmæssigt er størst handel, dernæst forening efter forening. En anden rækkefølge kan af hensyn til en lettere omsætning og markering på kurslister og notaer være indkaldelse i kurslisteorden forfra eller bagfra.

Ved den successive indkaldelse meddeles dato for seriens overgang til "papirløs" handel med en nærmere angivet tidsfrist.

Efter den således fastsatte dato vil samtlige de omhandlede indskrevne obligationer blive makuleret og enten overført til centralen eller markeret som indskrevet i det obligationsudstedende institut som en del af centralen.

Samtidig bør i annonceringen meddeles, at ethvert køb af ikke indskrevne obligationer i de pågældende serier efter den fastsatte dato vil medføre obligatorisk indskrivning i de gamle systemer, hvorfra overførslen til fondscentralen sker. Håndhævelse af en så-

dan regel vil kunne gennemføres ved en ændring af fondsbørsbekendtgørelsens regler om leveringsmæssighed.

I tidsrummet mellem indkaldelse og dato for markering på kurslisten vil indskrevne obligationer kunne udtages og vil ubetinget kunne cirkulere fysisk til den dato, som bliver sat som slutdato for denne mulighed.

Indløsning af kuponer vedrørende frit cirkulerende obligationer vil således kun kunne ske uden krav om obligatorisk indskrivning, indtil den for serien meddelte slutdato, som foreslås at blive mindst 2 år efter indkaldelsen.

Kapitalfordringen vil til enhver tid kunne indskrives under iagttagelse af gældende forældelsesregler.

Ved at forberede 1) oprettelse af konti i fondscentralen, 2) overførsel af bestående konti, 3) de enkelte gamle indskrivningssteder på at modtage obligationer til indskrivning før overførsel, og ved at give 4) en rimelig frist til udtagning, samt mindst 2 års frist efter seriens overførsel før endeligt krav om indskrivning, må overgangsproblemerne vedrørende obligationer anses at kunne løses på en teknisk hensigtsmæssig og rimelig måde.

3. Med det sigte at opnå de størst mulige administrative besparelser ved en centraliseret indskrivnings- og afviklingsordning er det udvalgets principielle indstilling, at børsnoterede aktier bør inddrages obligatorisk under ordningen,.

Ud fra hensynet til en ofte følsom ejerstruktur i aktieselskaberne, samt med udsigterne til åbning af det europæiske aktiemarked for danske investorer fra 1978 foreslås imidlertid, at der gives de enkelte selskaber en overgangsperiode på nogle år, hvor deltagelse i systemet er valgfri. Udvalget regner med, at mange selskaber - motiveret af administrative fordele - hurtigt vil gå med ad frivillighedens vej. Hvis denne formodning slår til, kan det eventuelt siden overvejes at afkorte overgangsperioden.

Udvalget foreslår, at ordningen efter den nævnte overgangsperiode gøres obligatorisk ved, at det bliver et vilkår for børsnotering, at aktierne er indskrevne.

Såfremt et selskab i overgangsperioden beslutter at lade sine aktier indgå i fondscentralen, må det være en forudsætning, at deltagelsen omfatter selskabets fulde aktiekapital, samt at beslutningen er uigenkaldelig. I modsat fald vil fondscentralen kunne blive mødt med krav om udlevering af fysiske aktier, hvilket er klart i strid med intentionerne bag ordningen.

Beslutning om indskrivning af et selskabs aktier må ske i henhold til selskabets vedtægter, og vil formentlig i de fleste tilfælde kræve generalforsamlingsbeslutning.

Inddragningen af cirkulerende aktier til indskrivning kan gennemføres ved, at selskabets dividendeudbetalinger efter en bestemt dato kun vil kunne finde sted over fondscentralen.

Af kapacitetsmæssige og økonomiske grunde foreslås, at systemet først åbnes for indskrivning af aktier, efter at obligationerne er indført i systemet. En yderligere udjævning vil herefter kunne ske ved, at tilbuddet om indskrivning af aktier i første omgang rettes til de store børsnoterede selskaber og så successivt til mindre selskaber.

Der er næppe for tiden noget særligt ønske om at få ikke-børsnoterede aktier inddraget under fondscentralen. Udvalget mener imidlertid, at muligheden herfor bør holdes åben. Indskrivning heraf må dog forudsætte begæring herom fra vedkommende selskab og tiltrædelse heraf fra fondscentralens side, jfr. nedenfor i kap. V, 3, b.

Udvalget forudsætter, at en indskrivningsordning også for aktier teknisk tilrettelægges således, at princippet med inhænderpapiere bevares. Aktionærerne må fortsat have mulighed for at optræde anonymt over for det aktieudstedende selskab. Der skulle ikke være systemmæssige vanskeligheder forbundet med dette.

4. En forudsætning for gennemførelse af de nævnte forslag er, at der på grundlag af betænkningen i øvrigt er taget de nødvendige "beslutninger vedrørende fondscentralens oprettelse, således at alle nye lån etableres papirløst, herunder at serievilkår i sådanne serier er vedtaget i de enkelte institutter, samt at der er skabt mulighed for annulation af værdipapirer udstedt før fondscentralens start, eventuelt ved en bestemmelse i loven om fondscentralen om bemyndigelse for ressortministeren til at gennemføre den endelige obligatoriske indskrivning ved en senere fastsat dato, jfr. nærmere bemærkningerne i kap. V og lovforslaget i kap. VI.

Som nævnt ovenfor har udvalget alene skitseret en løsning på fondscentralens etapevise igangsætning. Efter udvalgets opfattelse bør centralens bestyrelse og daglige ledelse udpeges, før reglerne udformes i detaljer.

Kap. V.

Det lovmæssige grundlag.

1. I den betænkning, som Realkreditrådet afgav i maj 1974 vedrørende "Begrænsning eller overflødiggørelse af brugen af den fysiske obligation", er blandt andet redegjort for retsstillingen efter gældende ret og dermed også for de vanskeligheder, der vil opstå, såfremt det i udvalgets betænkning foreslåede system søges indpasset i den gældende lovgivning. I et vist omfang kan dette lade sig gøre, men der er den afgørende hindring, at gældsbrevsloven (lov nr. 146 af 13. april 1938 om gældsbreve) klart opererer med dokumentet som det centrale i lovordningen.

Realkreditrådets betænkning er opmærksom på, at den overgivelse af et gældsbrev, som sker fra den aktuelt berettigede til en erhverver, efter en fast retsopfattelse kan ske ved en meddelelse til en trediemand, som har gældsbrevet i hænde, uanset at hovedbestemmelserne i gældsbrevslovens §§ 13, 14, 15, 19» 22 og 31 bruger vendinger som, at overdrageren "sad inde med" gældsbrevet, og at erhververen har fået det "i hænde". Men dels er der nogen tvivl om, hvilke krav der stilles til denne meddelelse, dels afviger resultatet af denne praksis klart fra at lægge vægt på overførslen i centralen fra konto til konto, og endelig forudsætter gældsbrevsloven trods alt, at der hos den trediemand, der får meddelelse om overdragelsen, foreligger et dokument i form af et traditionelt gældsbrev. Selv om dette sidste måske kan betragtes som en tom formalitet, vil det i hvert fald være lovteknisk uheldigt at se bort fra kravet herom og anvende analogier, som ligger helt uden for, hvad lovgivningen kan have forestillet sig, da gældsbrevsloven blev udformet.

En ændring eller udbygning af selve gældsbrevsloven vil imidlertid volde vanskeligheder allerede af den grund, at den har inter-

nordisk karakter, hvorfor der ikke bør ske ændringer i den uden internordisk samarbejde.

Det kan endvidere anføres, at udvalgets forslag om etablering af en. fondscentral betegner en så væsentlig nydannelse på gældsbrevs-
orr.rådet, at den bør ske ved lov.

Er. række betragtninger fører derfor til, at en særlig lov om opret-
telse af en fondscentral for børsnoterede aktiver må tage stilling
til de væsentligste retlige problemer i nyordningen, hvorimod de
tekniske spørgsmål ikke behøver en lovmæssig formalisering. Ud-
formningen af de enkelte dokumenttyper, som forudsættes anvendt i
systemet, behøver ikke en lovordning.

Udvalget har udarbejdet forslag til en sådan lov, jfr. kap. VI.
Nedenfor er redegjort for udvalgets nærmere overvejelser om de
retlige problemer.

2. De pantebreve, som udstedes af låntagere til de respektive
realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter,
berøres ikke af den foreslåede nyordning. Institutternes selvstæn-
dighed bevares, og det forudsættes således, at disse kan virke i
forhold til låntageren efter ganske samme regler som hidtil. De
love, som gælder om realkreditinstitutter, gælder herefter i prin-
cippet uændret ved siden af lovforslagets regler.

Også de aktieretlige regler vil i princippet kunne bestå uændret.
Dog vil det formentlig i det omfang, aktieselskabsloven bygger på
et dokument som bærer af aktierettighederne, være nødvendigt at fo-
retage ændringer i aktieselskabsloven for at tilpasse denne til op-
tagelse af aktier i fondscentralen. Dette gælder især i lovens
ka.p. IV, jfr. herom nedenfor i afsnit 3, b og 4, e.

Tilsvarende kan ændringer komme på tale i andre særlove, f.eks.
lov af 7. juni 1972 om Københavns Fondsbørs og lov om forsikrings-
virksomhed, jfr. lovbekendtgørelse nr. 544 af 27. oktober 1975.
Begge disse love anvender begrebet "værdipapirer".

Da der i det væsentligste er tale om et lovteknisk spørgsmål, har udvalget imidlertid ikke fundet det nødvendigt at foretage en udtømmende undersøgelse af, hvilke særlove der kan komme på tale, eller omfanget af nødvendige ændringer i den enkelte lov.

Skulle der blive tale om at inddrage også andre værdipapirer under centralen, er udgangspunktet på lignende måde, at de herom gældende regler ikke påvirkes af lovforslaget.

Den foreslåede nyordning betyder imidlertid, at der - for obligationslåns vedkommende - mellem låntager og långiver indskydes et nyt led, og problemet er, hvorledes dette kan ske, når obligationen, der udgør realkreditinstituttets skylderklæring, fjernes fra systemet.

Der må på en eller anden måde foreligge en erkendelse af forpligtelsen over for långiveren. Den enkleste løsning er formentlig, at fondscentralen afgiver denne erklæring til långiveren på vedkommende realkreditinstituts vegne. Dette er imidlertid ikke ensbetydende med, at der skal indføres en hidtil ukendt retlig figur i systemet. Der er efter almindelige formueretlige grundsætninger adgang til at lade en anden som fuldmægtig afgive skylderklæring med den retsvirkning, at fuldmagtsgiveren bliver umiddelbart forpligtet og långiveren umiddelbart berettiget ved fuldmægtigens erklæring. Det er heller ikke ukendt, at lovgivningen indfører et lovordnet fuldmagtsforhold, og alene dette, at mellemmanden indtager en vis stilling, er tilstrækkeligt til etablering af et fuldmagtsforhold.

a. Realkrediten m.v.

For at skabe klare linier kan man ved en lovbestemmelse fastslå, at fondscentralen har fuldmagt til at afgive skylderklæringer på vedkommende realkreditinstituts vegne. Långiver behøver herefter ikke at interessere sig for det interne forhold mellem vedkommande realkreditinstitut og fondscentralen, idet det alene bliver denne, som optræder over for långiveren. Derimod må fondscentralen i forhold til vedkommende realkreditinstitut nøje følge de instrukser, som bliver givet af dette. Dette interne forhold behøver imid-

lertid ikke nogen særlig lovregulering, idet dette kan fastlægges ved indbyrdes aftaler. I det hele må der gælde almindelige regler om aftaler og fuldmagtsforhold, herunder at fuldmægtigen - fondscentralen - indestar for, at der foreligger fornøden fuldmagt, jfr. aftalelovens § 25.

På denne måde kan man opretholde hele långivningssystemet, således som det principielt er lagt til rette ved realkreditlovens bestemmelser om långivning, herunder om lånegrænser, vurderinger, reserver og hæftelse. Den eneste modifikation ligger i, at der ikke udstedes obligationer. Pondscentralens bestyrelse har således ingen kompetence i spørgsmål vedrørende eksempelvis lånevilkår/serievilkår, obligationsudstedelsens omfang, vilkår og tidspunkter for blokemissioner m.v. Ved loven finder heller ikke nogen ændring sted i det forhold, der er imellem de deltagende instifutter, respektive disses organisationer og myndighederne samt Danmarks Nationalbank.

Der er ikke grund til at fastslå særlige regler om adgangen til at udstede fællesobligationer, der forpligter flere realkreditinstitutter, idet realkreditlovens § 19 om adgang for boligministeren til at godkende sådanne ordninger fortsat består, blot med den ændring, at lånene ikke formidles ved obligationer, men efter den *nife* systemordning. Det samarbejde, som nyordningen medfører, gør det formentlig mere nærliggende at gennemføre sådanne fællesordninger, idet den fælles tekniske løsning indebærer muligheden for en lettere administration.

Ved systemet opnås også, at dette vil være anvendeligt ved en mulig overgang til andre emissionsformer end de i dag kendte. Det gælder eksempelvis de såkaldte blokemissioner, der bl.a. er karakteriseret ved, at der udbydes lån, hvis rentevilkår kendes på tilbudstidspunktet og ikke først konstateres ved en efterfølgende realisation af obligationer.

b. Aktier m.v.

For aktier og andre aktiver, som inddrages under fondscentralen, kan ganske tilsvarende synspunkter anlægges. Udstedelse af aktie-

brev bliver overflødig i forhold til de enkelte aktionærer. Efter aktieselskabslovens § 21 skal der udstedes aktiebrev, men da loven samtidig sonderer mellem begreberne "aktier" og "aktiebrev", og da § 22 anerkender, at et aktiebrev kan omfatte flere aktier, kan man - om man vil - benytte den ordning, at aktiebrevet udstedes af aktieselskabet til fondscentralen, som derefter på dette grundlag kan fordele de af aktiebrevet omfattede aktier på de respektive aktionærer. Der er ingen forpligtelse til at udstede interimsbeviser, jfr. aktieselskabslovens § 23.

Efter aktieselskabslovens § 25 påhviler det bestyrelsen i et aktieselskab at føre en aktiebog. Denne regel bør opretholdes, men fondscentralen kan yde teknisk bistand til at føre denne bog. I givet fald vil dette imidlertid ske på bestyrelsens ansvar, og fondscentralen vil kun kunne pådrage sig ansvar for eventuelle fejl efter den almindelige regel om centralens ansvar.

De anførte hovedsynspunkter kan koncentreres i den enkle form, at realkreditinstitutternes udlån i overensstemmelse med de i lov om realkreditinstitutter - eller andet særligt lovgrundlag - fastsatte regler formidles ved fondscentralens registrering af långivernes tilgodehavender. Hermed er der på en gang givet lovmæssigt udtryk for fuldmagtstanken og opretholdelsen af den ved realkreditloven fastlagte ordning.

Det indbyrdes forhold mellem realkreditinstitut og fondscentral er långiveren uvedkommende, men kan nøje fastlægges ved aftaler mellem vedkommende institut og centralen. Ved realkreditinstitutternes deltagelse i ledelsen af fondscentralen kan de sikre sig den fornødne kontrol med, at aftalerne bliver overholdt.

På tilsvarende måde bliver fondscentralen mellemlid mellem aktieselskabet og aktionæren, som ikke selv har noget aktiebrev, men allene støtter sin ret på den i fondscentralen registrerede rettighed. Aktiebrevet, udstedt til centralen, kan komme til at fungere som den instruks, som centralen skal rette sig efter, når den optræder som dette mellemlid.

3. For i videst mulig udstrækning at bevare kontinuiteten i forhold til det nugældende system er indskrivningsbevis valgt som betegnelse for dokumentet, uanset at man sproglig dårligt kan tale om en "indskrivning". Indskrivningsbeviset er ikke tænkt som et dokument, der kan omsættes. Det må derfor formuleres således, at det er klart, at det ikke er overdrageligt og da navnlig ikke negotiabelt.

a. Realkredit m.v.

Efter den nuværende ordning opfattes indskrivningsbeviset af visse realkreditinstitutter alene som en kvittering for modtagelsen af obligationerne (Byggeriets Realkreditfond og Jyllands Kreditforening), medens andre tillige opfatter dem som legitimationspapirer (Kreditforeningen Danmark og Forenede Kreditforeninger). Forskellen ligger navnlig i, at de indskrevne obligationer kan udleveres uden forevisning af beviset, hvis det anses som en kvittering, men ikke hvis det også betragtes som et legitimationspapir.

Der er enighed om, at der bør indføres en fælles ordning i denne henseende. Der hersker i det hele nogen tvivl om, hvornår forskellige papirer er at anse som legitimationspapirer eller eventuelt indløsningspapirer. Det vil derfor være formålstjenligt, om løsningen bliver klart fastslået i lovteksten. Dette kan ske derved, at det i lovteksten fastslås, at udbetaling i henhold til det registrerede med frigørende virkning kan ske i overensstemmelse med centralens almindelige og de for aktiverne særligt registrerede vilkår. Heri kan optages bestemmelse om de forholdsregler, som skal iagttages, herunder om udbetaling kan ske til en konto i et pengeinstitut eller ved check, og der kan ved benyttelse af underskriftsblad **skabes** sikkerhed for, at der udbetales til rette vedkommende. På denne måde kan der etableres en let og smidig og alligevel sikker ordning for udbetaling af såvel renter og udbytte som kapitalbeløb - hvad enten udbetalingen beror på lodtrækning, er fastsat til en bestemt forfaldsdag eller afhænger af andre forhold. Af ordensmæssige grunde bør disse vilkår optages i indskrivningsbeviset, men det registrerede er det retligt afgørende.

Selv om indskrivningsbeviset søges formuleret i overensstemmelse med, hvad der er indført i registret, kan en erhverver ikke gå ud

fra, at det anførte ikke er ændret ved en senere registrering. Dette gælder navnlig den til indskrivningsbeviset knyttede angivelse af den registrerede aktivbeholdning. For at opnå absolut sikkerhed må erhververen have oplysning om de registrerede forhold, således som de er, når erhvervelsen ønskes foretaget.

De traditionelle indskrivningsbeviser for obligationer er i hvert fald ikke at anse som gældsbreve, da forpligtelsen alene går ud på, at der skal udleveres indskrevne obligationer, medens gældsbevetsbegrebet efter fast retsopfattelse forudsætter et papir, som indeholder en i hovedsagen ubetinget forpligtelse til at præstere et bestemt pengebeløb. Efter den forudgående beskrivelse af indskrivningsbevisets funktion under den foreslåede ordning, kan beviset ikke anses som et gældsbrev, allerede fordi registreringen, ikke bevisets indhold, bliver afgørende for forpligtelsens indhold, og i hvert fald er det helt udelukket at opfatte beviset som et gældsbrev, når også aktier inddrages under indskrivningen, idet aktier ikke anses som gældsbreve.

Efter det anførte kan det fastslås, at indskrivningsbeviset efter nyordningen hverken er at anse som gældsbrev eller som legitimationspapir, men er at anse som en kontoudskrift, hvortil er knyttet nogle praktiske generelle oplysninger, jfr. nedenfor i afsnit 16, samt oplysning om eventuelle særlige indskrænkninger i rådigheden, således som de er registreret.

Uanset dette kan der opnås samme sikkerhed for erhververen som under den nuværende ordning, idet omsætningssikkerheden - negotiabiliteten - knyttes til registret ligesom ved tinglysning af rettigheder over fast ejendom. Der kan herved endog opnås større sikkerhed end under den nuværende indskrivningsordning, idet registret formaliseres, således at sikkerheden for erhververen som følge af centralens kontrolsystem bliver endnu større end under den nuværende ordning. I forhold til dem, der hidtil har haft værdipapirer hos sig selv eller deponeret, f.eks. i bankboks, er der også den samme sikkerhed som under den nuværende ordning. Den er endda for så vidt større, som der ikke kan blive tale om misbrug ved tyveri af værdipapirer. Der er derimod ligesom nu mulighed for, at der foretages bedrageriske transaktioner ved, at uberettigede skaffer sig mulig-

hed for at optræde som identisk med den som berettiget indskrevne. Værnet herimod består i hensigtsmæssige instruktorske regler om, hvad der kræves som bevis for identiteten, når den, der angiver sig som berettiget, søger foretaget transaktioner gennem registret.

b. Aktier m.v.

Medens obligationer er negotiable i begge betydninger af ordet, idet den godtroende omsætningserhverver dels eksstingverer visse indsigelser fra skyldnerens side, jfr. gældsbrevslovens §§ 15-17, dels eksstingverer en tidligere ejers rettigheder, jfr. gældsbrevslovens § 14, er aktiebreve kun negotiable i den sidste betydning af ordet. Dette hænger sammen med, at en aktie ikke er et gælds brev, men et bevis for en ejendomsret til en andel af selskabets formue. Aktieselskabslovens § 24 fastslår udtrykkelig, at gældsbrevslovens § 14 finder tilsvarende anvendelse på overdragelse af aktiebreve til eje eller pant. Den tager dog det forbehold, at dette ikke gælder, hvis der i henhold til en bestemmelse i selskabets vedtægter er taget utvetydigt og iøjnefaldende forbehold i aktiebrevet, f.eks. lydende på, at det ikke er et omsætningspapir. Denne mulighed for at udelukke eller begrænse negotiabiliteten kendes for øvrigt også ved visse gældsbreve, jfr. gældsbrevslovens § 11, stk. 1, nr. 3, der handler om visse pantebreve, hvori der er indføjet rektaklausulen "ikke til ordre".

Selskaber, hvis aktier ikke er omsætningspapirer, kan efter de nu gældende regler ikke optages til notering på Københavns Fondsbørs. Men enkelte ældre selskaber er noteret trods en sådan klausul. Derimod vil andre begrænsninger i overdrageligheden ikke være til hinder for børsnotering, f.eks. en bestemmelse om, at overdragelse skal godkendes af bestyrelsen, eller at aktier i tilfælde af salg først skal tilbydes selskabets andre aktionærer eller lignende, jfr. aktieselskabslovens §§ 19-20. Sådanne indskrænkninger i overdrageligheden anses nemlig ikke at udelukke aktiens negotiabilitet. Derimod vil de nok i mange tilfælde udelukke god. tro, idet denne skal være til stede, når erhververen får dokumentet i hænde.

Hvis en erhverver imidlertid i god tro køber en aktie i strid med vedtægternes overdragelighedsindskrænkning, bliver spørgsmålet,

hvilken virkning negotiabiliteten får. Det antages her, at han som ejer af aktien i hvert fald har ret til at videresælge den, og at han også har ret til dividende. Derimod kan han ikke udøve en aktionærs normale ret til at møde på generalforsamlingen og deltage i afstemninger, jfr. B. Gomard, Aktieselskabsret, 2. udgave, side 213.

Når aktier skal optages i fondscentralen, vil man formentlig - i hvert fald i begyndelsen - kun optage børsnoterede aktieselskaber. Det bliver derfor fondsbørsens betingelser for optagelse til kursnotering, der bliver afgørende for, hvilke selskabers aktier, der kan registreres. På længere sigt kan det imidlertid tænkes, at også andre aktieselskabers aktier vil blive tilladt indskrevet, og det må da blive fondscentralens bestyrelse, som må tage stilling til, hvilke betingelser, der skal kræves opfyldt.

Hvis de fysiske aktiebreve - ligesom obligationerne - skal afskaffes for de selskaber, hvis aktier registreres, må lovens nugældende krav om, at rådighedsindskrænkningen skal fremgå af aktiebrevet, opgives. I stedet må man tænke sig, at indskrænkningen - i lighed med en prohibitivpåtegning - skal fremgå af registret.

Hvorledes kravet til erhververens gode tro herefter skal formuleres, fortjener nærmere overvejelser. Problemet er i det væsentlige det samme, som foreligger ved tinglysning. Der er imidlertid ingen tvivl om, at erhververen skal respektere den tinglyste ret, omend der er diskussion om begrundelsen for denne regel, jfr. v. Eyben: Formuerettigheder 4. udgave, side 377, og Illum: Tinglysning, 3. udgave, side 270 f, men som anført af Krag-Jespersen i UfR 1966 B.s. 153-154 får denne forskel i opfattelserne kun betydning i ganske særlige tilfælde.

Udvalget er opmærksom på, at EF-kommissionen har udarbejdet et forslag til direktiv vedrørende samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs. Formålet med dette forslag vil være at lette optagelsen af værdipapirer til børsnotering på andre EF-medlemslandes børser.

Udvalget har ikke nærmere overvejet konsekvenserne i relation til udvalgets arbejde ved direktivforslagets vedtagelse, men udvalget er blevet gjort bekendt med, at Realkreditrådet og boligministeriet over for handelsministeriet har rejst problemet, og udvalget henstiller, at det fra dansk side under de fortsatte forhandlinger fremhæves, at man i Danmark agter at gennemføre en rationalisering af omsætningen af obligationer og aktier, og at der ikke ved påtagelse af internationale forpligtelser lægges hindringer i vejen for at gennemføre en sådan rationalisering.

4. Hvad angår långivernes adgang til at overdrage deres rettigheder til eje eller pant, sker dette ved aftale, som i forhold til trediemand sikres ved overførsel fra konto til konto i fondscentralen eller ved registrering på overdragets konto.

Som anført ovenfor er denne overførselsmåde ikke en fremmed tankegang efter den almindelige fortolkning af gældslovens regler, hvorefter meddelelse til trediemand, der besidder dokumentet, anses for tilstrækkelig til, at den fornødne sikringsakt i forhold til godtroende erhververe er i orden. Men da der som anført er nogen tvivl om kravet til meddelelsen, da der ikke vil være noget dokument i fondscentralen, og da det ikke er selve meddelelsen, men kontooverførslen, der bør være den afgørende, idet man kun herved udelukker svigagtige dobbeltoverdragelser, er en præcisering af retsstillingen i lovform nødvendig.

Der må sikres erhververen, hvad enten han får overdraget til eje eller pant, samme gunstige retsstilling som den, der erhverver en ihændepligtobligation eller en aktie. Han kan eksstingvere alle indsigelser, som ellers efter almindelige regler kunne være gjort gældende af overdrageren: at han ikke var berettiget, eller at han som umyndig ikke var habil til at overdrage.

a. Selv om det som anført er nødvendigt at betinge den godtroende retserhvervelse af, at der er sket kontooverførelse, idet man først i forbindelse hermed kan stoppe retserhvervelser, der er i strid med, hvad der forinden er givet meddelelse om til fondscentralen,

er det ikke nødvendigt at knytte prioriteten mellem flere anmeldte rettigheder til denne interne prøvelse, hvor tidsfølgen af registreringer kan komme til at afhænge af den tekniske ordning, som anvendes. Prioriteten må derfor bestemmes efter tidspunktet for meddelelsen til fondscentralen.

Dette er et fra tinglysningen velkendt system. Prioriteten mellem forskellige til lysning anmeldte dokumenter regnes fra anmeldelsen til lysning, men betinget af, at dokumentet kommer behørigt igennem den tinglysningsmæssige prøvelse, der går forud for indførslen i tingbogen, jfr. i det hele tinglysningslovens §25. Et ganske tilsvarende system kan gennemføres i forbindelse med nyordningen på dette område. På samme måde som efter tinglysningslovens § 25 kan man dernæst ligestille kolliderende rettigheder, som anmeldes samme dag. Det må imidlertid erkendes, at denne ligestillingsregel kan rumme større faremuligheder her end efter tinglysningsordningen, idet samtidig anmeldte tinglysningsdokumenter i vid udstrækning kan eksistere ved siden af hinanden, uden at det kommer til nogen uløselig konflikt. Dette gælder derimod ikke på dette område.

At regne med mindre tidsenheder end hele dage eller regne med det nøjagtige tidspunkt for anmeldelse til registrering vil imidlertid bl.a. som følge af omsætningshyppigheden give anledning til tekniske vanskeligheder. Udvalgets overvejelser herom er derfor endt med et forslag om, at anmeldelse samme dag af indbyrdes kolliderende rettigheder skal betragtes som foretaget samtidig og registreres foreløbigt, men på ny slettes fra registrering, såfremt forholdet ikke afklares inden for en af fondscentralen fastsat frist. En lignende ordning kendes inden for skibsregistreringen, jfr. skibsregistreringslovens § 40, stk. 2. Efter de for udvalget foreliggende oplysninger vil spørgsmålet om indbyrdes kolliderende rettigheder næppe i praksis have nogen større betydning.

b. En anden parallel kan drages fra tinglysningssystemet: En erhverver kan normalt ikke vide, at tinglysningen er gennemført, før han har fået dokumentet tilbage, tinglyst og anmærkningsfrit. Den praktiske konsekvens heraf er, at en erhverver ikke betaler for sin erhvervelse, før dette er sikret ved meddelelse om registreringen.

Det er imidlertid unødvendigt at give lovregler herom, idet frigivelse af købesummen inden dette tidspunkt i praksis kun vil ske, når erhververen kan gøre dette risikofrit. Fondscentralen bør give meddelelse om, hvorvidt der er noget til hinder for overførelsen. Heri ligger også, at man eventuelt kan indbygge en ordning, svarende til anmærkningssystemet ved tinglysning, således at valget ikke alene står mellem forbeholdsløs registrering eller total afvisning. Der kan være anmeldt begrænsede rettigheder (udlæg, pantsætning, transport på rentenydelse, prohibitivpåtegning af forskellig art). Ved registrering med anmærkning herom kan den anmeldte ret opnå omsætningsbeskyttelse over for andre retserhvervelser uanset begrænsninger i dispositionsretten, og der kan skabes klarhed om prioritetsstillingen mellem flere panthavere.

c. Ved kontooverførelsen forstås det tidspunkt, hvor denne er blevet endelig, idet tekniske forhold muligvis medfører, at der rent maskinelt foretages kontooverførelse, og at der først derefter foretages visse kontroller. Dette problem er velkendt fra checkbetalinger, jfr. Østre Landsretsdommen i UfR 1975. 682.

I centralen vil være kronekonti for de fondshandlere, realkreditinstitutter og andre deltagere, der er tilsluttet. Disse konti skal dog ved slutningen af hver børsdag være udlignet.

d. Ligestillet med kontooverførsler må naturligvis være en registrering på indehaverens konto. Dette kan få betydning for registrering af pantsætninger, umyndighed og prohibitivpåtegninger.

Endvidere kan registrering benyttes som led i aftaler om overdragelse af registrerede rettigheder, idet der ved en registrering kan foretages en reservation af nærmere betegnede registrerede rettigheder, således at f.eks. en fondshandler på grundlag heraf kan foretage afsætning af disse til interesserede købere. Der kan ikke på denne måde opnås en kunstig beskyttelse over for kreditorfølgning, idet en kreditor uanset reservationen kan foretage udlæg i det reserverede, således at udlægget får fuld virkning, såfremt handelen ikke bliver effektueret. En sådan reservation bør af hen-

syn til kreditorerne ikke kunne foretages for længere tid og navnlig ikke uden nogen tidsbegrænsning. Udvalget foreslår derfor, at der i de administrative regler optages en bestemmelse om, at en sådan reservation slettes af registret efter forløbet af en periode, der på den ene side er så lang, at ordningen kan fungere i praksis og på den anden side så kort, at ordningen ikke kan give anledning til misbrug i forhold til kreditorer.

e. Kravet til erhververens gode tro kan bestemmes på præcis samme måde som angivet i gældsbrevslovens § 14: han skal have udvist den agtpågivenhed, som forholdene krævede. Hermed overfører man den retspraksis og den fortolkning, som har dannet sig vedrørende forståelsen af udtrykkene i gældsbrevslovens § 14, til den nye retstilstand. Den gode tro må efter en fast retsopfattelse foreligge såvel ved aftalens indgåelse som ved sikringsaktens foretagelse. Da gældsbrevsloven på baggrund heraf ikke har anset det for nødvendigt at give udtrykkelige regler herom, er der heller ikke i lovforslaget medtaget regler om spørgsmålet.

Selv om det ikke er nødvendigt at foretage nogen ændring i aktieselskabslovens § 24, stk. 1, 1. pkt., der blot henviser til gældsbrevslovens § 14, stk. 1 og 2, jfr. ovenfor i afsnit 3, bør der muligvis ved en revision af aktieselskabsloven også indflettes en henvisning til loven om fondscentralen.

f. Af ordensmæssige grunde bør anmeldelse om pantsætning eller prohibitivpåtegning påføres indskrivningsbeviset, men retligt afgørende bliver registreringen heraf, jfr. ovenfor i afsnit 3.

g. Långiveren må også sikres samme retsstilling over for indsigelser fra realkreditinstituttet som efter gældsbrevslovens regler i §§ 15-18. Adskillige af disse regler får ganske vist ingen praktisk betydning, men lovteknisk er det mest hensigtsmæssigt at anvende de almindelige grundregler i det omfang, det er muligt.

Det hindrer heller ikke retserhvervelsen, at bemyndigelsen til fondscentralen er behæftet med kvalificerede indsigelser, herunder også falsk. Afgørende for erhververen vil stadig være fuldmagtens indhold, og denne beror på den legale ordning, som giver fondscentralen en særlig adgang til at binde fuldmagtsgiveren, forudsat at der foreligger den fornødne gode tro hos erhververen. Afværgelse af misbrug må sikres ved tekniske og administrative foranstaltninger., som må fastsættes i regulativet for centralen.

Overførelsen af gældsbrevslovens § 16 medfører, at krav på renter, der er forfaldne før overdragelsen af den indskrevne ret, kan gøres gældende også over for en erhverver i god tro. Ligeledes bevares andre indsigelser mod krav på renter, der efter det registrerede skulle være betalt før overdragelsen.

Tilsvarende regler gælder som anført ovenfor i afsnit 3, b derimod ikke om aktier.

Vedtægtsbestemmelser kan således påberåbes selv over for den godtroende omsætningserhverver. Derimod antages det, at betalingsindsigelser eventuelt kan fortabes i overensstemmelse med reglerne i gældsbrevslovens § 15, hvilket formentlig også gælder udbetaling til aktionærer efter nedsættelse af aktiekapitalen eller selskabets likvidation.

Ved udarbejdelsen af den nye aktieselskabslov af 1973 har man ikke villet tage stilling til disse problemer, som derfor fortsat beror på retspraksis, og det kan derfor heller ikke anses for påkrævet, at der ved oprettelse af en fondscentral gennemføres en reform på dette område.

For ikke at foretage noget indgreb i de gældende regler eller udforme nye regler kan det i loven udtales, at reglerne i gældsbrevslovens §§ 15-18 finder tilsvarende anvendelse på registrerede rettigheder, idet dog registrering af retten træder i stedet for i-hændehaveelse. Det stemmer med det foran nævnte almindelige synspunkt: at meddelelsen til fondscentralen og den derpå følgende registrering svarer til den meddelelse, som efter de hidtil gældende regler har været afgørende for indtrædelse i eksstinktive erhvervelser.

h. Noteringsreglerne i gældsbrevslovens kap. V er ikke anvendelige. De erstattes af de særregler, som nu gennemføres ved lovfor-slaget og de i tilslutning hertil udarbejdede bestemmelser, men den nugældende noteringspraksis får betydning ved udformning af de instruksoriske forskrifter for fondscentralen.

i. Det har været overvejet, hvorledes man skal stille sig til overdragelse til eje eller pant, efter at der er givet offentlig meddelelse om udtrækning. Med det nye system er det muligt at forkorte tidsintervallet mellem offentlig meddelelse om udtrækning og udbetalingstid, således at man afskærer overdragelser i tidsrummet mellem udtrækningsmeddelelsen og udbetalingen. En særregel herom vil imidlertid bryde det almindelige system, idet det medfører, at der bliver en periode, hvor omsætning af registrerede rettigheder besværliggøres. En særregel vil også medføre komplikationer i forhold til kreditorer, som måtte foretage særlige sikringsakter for at værne deres ret, jfr. nedenfor i afsnit 6, og det kan betyde et vist indgreb over for ældre berettigede, i det omfang nyordningen tillægges virkning over for dem, jfr. nedenfor i afsnit 13.

Et særligt teknisk problem ville opstå i forbindelse med mulighederne for forsinkelse fra postvæsenets side, idet den berettigede med føje kan have troet, at overdragelse er sket rettidigt.

Gennemfører man forslaget om legitimationsregler som nævnt ovenfor, skulle der imidlertid ikke opstå særlige vanskeligheder, som ikke kan overvindes, hvorfor udvalget foreslår, at man udelader en sådan særregel.

j. Det er ikke nødvendigt i loven at tage stilling til, hvem der skal give meddelelse til centralen om overdragelsen. Den kan komme enten fra overdrager eller erhverver, men den må naturligvis være foretaget på behørig måde, d.v.s. være tilstrækkelig dokumenteret.

k. For at afværge, at en umyndig disponerer over sin ret, bør en værge både for mindreårige og umyndiggjorte give meddelelse til

centralen om, at det indskrevne ejes af en umyndig, således at der foretages registrering heraf. Ganske vist forstås tinglysningslovens § 27 således, at kun umyndiggørelse, men ikke mindreårighed skal lyses for at blive anset som kvalificeret indsigelse, og der gøres således en forskel på de to former for umyndighed. Noget tilsvarende er der formentlig ikke grund til ved værdipapirer. Og så af værgen for den mindreårige kan man med rimelighed forlange meddelelse til registrering. Udvalget er af den opfattelse, at en sådan pligt for værgen udtrykkelig bør fremgå af værgebekendtgørelsen. Giver han ikke sådan meddelelse, kan han blive ansvarlig for retstab for den mindreårige. Registreres mindreårigheden trods meddelelse herom fejlagtigt ikke, er centralen ansvarlig for tab, jfr. lovudkastets § 16.

5. Det har været diskuteret, om der ikke tillige skulle opretholdes en vis adgang til overdragelse ved hjælp af certifikater udstedt af fondscentralen. Herfor taler navnlig, at ikke alle erhververe aktuelt har en konto i centralen, hvortil overførsel kan ske.

Heroverfor står imidlertid andre væsentlige hensyn. Juridisk teknisk må det fremhæves, at det bliver overordentligt kompliceret at indbygge en sådan alternativ ordning. Certifikaterne måtte da karakteriseres som negotiable dokumenter, således at de almindelige regler om erhvervelse i god tro af sådanne dokumenter, jfr. gældsbrevslovens § 14, kom til anvendelse, når erhververen får certifikatet i hænde. Der måtte da i lovgivningen tages stilling til forholdet mellem de to muligheder for retserhvervelse. Den væsentligste indvending herimod er imidlertid, at adgangen til at udstede certifikater kan tænkes brugt i et sådant omfang, at det nye system i betænkeligt omfang bliver gennemhullet. Da certifikaterne i det nye system kan tænkes udstedt maskinelt, ville dette tillige medføre en fare for falsk og falskneri, som ikke har haft nogen betydning ved den nugældende udformning af obligationer. Der kan tænkes forskellige motiver til, at en erhverver ikke ønsker at få etableret en konto i fondscentralen, men det er ikke sikkert, at alle disse motiver er lige anerkendelsesværdige.

Ud fra disse betragtninger foreslår udvalget, at man udelukkende holder sig til registreringssystemet og ikke kombinerer det med udstedelse af certifikater.

6. Som anført i indledningen, afsnit 1, § sider der som almindelig regel om simple gældsbreve og tillige også om mundtlige fordringer, at overdragelse til eje eller pant efter gældsbrevslovens § 31, stk. 1, ikke har gyldighed mod overdragerens kreditorer, medmindre skyldneren fra overdrageren eller erhververen har fået underretning om overdragelsen. For at det ikke bliver overset, at denne regel også gælder på dette område, vil det være praktisk at fastslå denne regel udtrykkeligt i loven. Omvendt kan der spørges, om en kreditor, det være sig en udlægskreditor eller et konkursbo, der retter forfølgning mod indehaverens ret, være sig lånebeløbet og/eller renter heraf, skal foretage særlige sikringsakter for at undgå eksstinktion af den således erhvervede ret. Det fremgår imidlertid af lovudkastets § 9, at den godtroende erhverver opnår ret, selv om overdrageren ikke var berettiget. Herunder falder direkte også det tilfælde, at han ikke længere er berettiget, fordi han har været udsat for kreditorforfølgning. Konsekvensen heraf bliver herefter, at kreditorer må give meddelelse til fondscentralen for at værne deres ret mod eksstinktion. Dette svarer ganske til den faste antagelse af, at udlæg i negotiable papirer eksstingveres efter reglen i gældsbrevslovens § 14, men dette kan på negotiabilitetsområdet undgås ved at fratage rekvisitus besiddelsen af dokumentet, en udvej, som efter det nye system må erstattes af meddelelsen til fondscentralen.

7. Der bør tillige tages stilling til ansvarsspørgsmålet. Efter almindelige regler kunne man komme til det resultat, at fondscentralen alene var ansvarlig for forsømmelige, altså uagtsomme handlinger begået af dem, der er ansat i centralen. Det tekniske system indebærer imidlertid mulighed for objektive fejl, som ikke kan bebrejdes nogen person. For at skabe fuld tillid til systemet bør det derfor fastslås, at centralen er ansvarlig også for fejl, som er rent objektive. Selv om dette er tilfældet, må ansvaret dog begrænses eller endog helt bortfalde, hvis den, der har lidt tab, selv ved

manglende agtpågivenhed har bidraget til, at fejlen er opstået. Noget tilsvarende findes inden for tinglysningssystemet vedrørende fejl og forsømmelser, sket under tinglysningen. Der kan også i øvrigt opstå en række specielle spørgsmål om ansvaret, således f.eks. om hvem der skal have selve retten, og hvem der skal have erstatning, når der fejlagtigt sker kontooverførelse trods en tidligere kontooverførelse, og der uden forbehold gives meddelelse om den senere kontooverførelse. Tinglysningslovens §§ 31 og 34 har forskellige løsninger af dette problem, men den nærmestliggende regel er § 34 om fejl og forsømmelser vedrørende førelsen af tingbogen, og denne regel lader det bero på et skøn, hvorledes dette særproblem skal løses. Ved spørgsmålet om ansvar for fejl vedrørende registrering af rettigheder i fondscentralen er det vel mindre væsentligt, hvorledes problemet løses, idet der i hvert fald ikke foreligger samme forhold som vedrørende rettigheder af individuel karakter vedrørende fast ejendom. I det fremhævede tilfælde er det formentlig det rigtigste at lade erhverver nr. 1 beholde selve retten og give erstatning til erhverver nr. 2, i forhold til hvem fejlen er begået, hvilket også er hovedreglen i den norske tinglysningslov § 25.

8. Forældelsesproblemet er for så vidt angår obligationer nu reguleret ved gældsbrevslovens § 43, hvorefter fordringer efter massegældsbreve som hovedregel forældes på 10 år, og ved § 25, hvorefter fordringer ifølge rente- eller udbyttekupon falder bort, hvis kuponen ikke er forevist til betaling inden 3 år fra forfaldsdagen. Da begrebet massegældsbreve og kuponer falder bort med nyordningen, bliver disse regler for så vidt herefter overflødige. De kunne dog stadig tænkes at få betydning i det omfang, der i en overgangsperiode måtte eksistere gamle obligationer og kuponer. Der er imidlertid grund til at anføre, at det over for udvalget er oplyst, at realkreditinstitutterne hidtil ikke har påberåbt sig disse forældelsesregler, hvor spørgsmålet har foreligget, men har betalt alligevel. Der foreligger da ej heller så vidt ses domspraksis til belysning af spørgsmålet.

Ved nyordningen vil forældelsesproblemet få endnu mindre betydning end hidtil, idet fondscentralens udbetaling af ydelser i hen-

hold til det indskrevne som hovedregel vil ske ved automatisk overførelse til den af deponenten opgivne konto i et pengeinstitut eller eventuelt direkte til deponenten efter nærmere aftale herom. Betalingsmåden vil blive påført indskrivningsbeviset. I det omfang spørgsmålet om forældelse herefter opstår, må de almindelige regler om forældelse finde anvendelse. Det fremgår klart af Jul. Lassen: Obligationsretten. Almindelig Del, 3. udgave, 833-835, at offentlige obligationer omfattes af forældelsesreglen i DL 5-14-4, hvorefter forældelsesfristen på 20 år regnes fra kravets stiftelse. Dette modificeres imidlertid meget stærkt derved, at enhver betaling af rente og lignende virker afbrydende på forældelsesfristen, jfr. Lassen, 851, Ussing: Obligationsretten. Almindelig Del, 5. udgave, 396 og Ussing-Dybdal: Gældsbrevslovene med kommentarer, 102, hvorefter der løber en ny 20-årig forældelsesfrist. Herved udskydes forældelsesfristen i praksis meget stærkt. Fordringen på renteydelse m.v. vil være omfattet af den almindelige regel i forældelsesloven af 1908, § 1, stk. 1, nr. 2, hvorefter bl.a. fordringer på "forfalden rente ... eller anden lignende ydelse" forældes i løbet af 5 år regnet fra den tid, da fordringen kan kræves betalt.

Aktieselskabsloven indeholder ikke regler om forældelse af aktier, som principielt ikke er genstand for forældelse, da de ikke omfattes af det almindelige fordringsbegreb.

Aktieudbytte omfattes muligvis af begrebet "lignende ydelse" i forældelseslovens § 1, stk. 1, nr. 2, jfr. således Ussing: Obligationsretten. Almindelig Del, 400, der anser det for særlig nærliggende at anvende den 5-årige forældelse, hvor der ikke er udstedt udbyttekuponer. Udvalget kan slutte sig til denne opfattelse.

9. Da mortifikation forudsætter, at det drejer sig om visse grupper af dokumenter, jfr. nærmere opregningen i mortifikationsloven, er dette institut uanvendeligt i det omfang, hvori retten er fastlagt på anden måde end ved et sådant papir. Nogen udvidelse af mortifikationsinstituttet, f.eks. til også at omfatte edb-registre, ses der ikke at være nogen grund til.

10. Om prækclusion bør der formentlig ikke gives særlige regler, da der i praksis hidtil ikke har vist sig behov herfor, idet bestemmelserne om indkaldelse af kreditorer i dødisboer, jfr. skiftelovens §§ 20-22, og adgangen til at opnå proklamabevilling dækker de praktisk forekommende tilfælde.

11. Loven må indeholde bestemmelser om selve fondscentralens oprettelse og dennes ledelse.

Udvalget foreslår, at centralen oprettes som en selvejende institution. Udvalget har overvejet, om det i lovteksten bør præciseres, at centralen er en privat selvejende institution for derved at tilkendegive, at til eksempel lov om offentlighed i forvaltningen og lov om folketingets ombudsmand ikke finder anvendelse på centralens virksomhed. Udvalget har dog ikke anset det for nødvendigt at anføre dette i selve lovteksten, idet det efter udvalgets opfattelse i forvejen må antages at følge af de nævnte love, at fondscentralen ikke vil være omfattet heraf.

Centralen skal ledes af en bestyrelse. Selv om sammensætningen af centralens ledelse ikke indeholder særlige retlige problemer, finder udvalget det dog rigtigst, at bestemmelser herom fastsættes i selve lovteksten. De nærmere detailregier om centralens ledelse må bestemmes i en vedtægt. Vedtægterne skal godkendes af vedkommende minister.

12. Fondscentralen må økonomisk hvile i sig selv. Udgifterne ved centralens oprettelse og drift må afholdes af de deltagende myndigheder, institutter og selskaber under hensyn til de indskrevne aktivers størrelse og omsætningens omfang. De nærmere regler herom må fastsættes i centralens vedtægter ud fra de synspunkter, der er redegjort for i kap. III, afsnit 5.

13. Ud fra retlige synspunkter kan der ikke være noget til hinder for at gennemføre ordningen i forhold til ældre obligationsejere. Deres ret begrænses materielt ikke, når det sikres, at de ikke her-

ved lider tab. Det er fast antaget, at der ved lovgivningen kan foretages endda vidtgående reguleringer af ejendomsretten, og det endog selv om det betyder en vis udjævning af rettighedernes materielle indhold. Dette er der ikke tale om i denne forbindelse. Der gennemføres alene en almen regulering af ordensmæssig karakter, som ikke begrænser nogens ret. Uanset dette finder udvalget imidlertid, at der bør tages vidtgående hensyn til ældre obligationsindehavere, således at der enten kræves positivt samtykke hertil, eller - hvad praktiske grunde formentlig taler for - at der gennemføres en ordning, der vel giver mulighed for at foreskrive pligt til ændring efter det nye system, men dog udtrykkeligt sikrer, at indehaveren ikke udsættes for at miste sin ret.

14. Fondscentralens oplysninger må principielt betragtes som et lukket system, således at uvedkommende ikke kan få oplysninger herfra, og dette må sikres ved tekniske forholdsregler.

Det følger af skattekontrollovens § 8 C, stk. 2, at alle, der modtager midler til forvaltning, er pligtige på forlangende af Skatterådet eller højere ligningsmyndighed at give de skattelignende myndigheder alle oplysninger om navngivne personers indskud, lån, depoter eller boks, og denne regel antages at gælde generelt, d.v.s. også i forhold til kunder, der ikke er skattepligtige her i landet. Det følger ligeledes af § 8 C, stk. 3, at de skattelignende myndigheder efter Ligningsrådets bestemmelse kan foretage skattemæssig stikprøvekontrol på stedet med navngivne og ikke-navngivne personer.

Da det imidlertid må anses for tvivlsomt, om fondscentralen vil være omfattet af ordene "andre der modtager midler til forvaltning", vil der ikke på grundlag af disse bestemmelser kunne kræves oplysninger fra centralen af den nævnte art.

Udvalget har forelagt disse spørgsmål for ministeriet for skatter og afgifter, skattedepartementet, der i skrivelse af 11. november 1976 til udvalget har anført de ovenfor nævnte synspunkter.

Af skattekontrollovens § 10 fremgår, at offentlige kasser, kreditforeninger, pengeinstitutter, vekselerere og andre, som indløser rente- og udbyttekuponer, under iagttagelse af visse nærmere regler skal være forpligtet til at kræve opgivet navn og adresse for de pågældende kuponejere og på forlangende at indsende dette oplysningsmateriale til de skattelignende myndigheder. Da der efter den nye systemordning ikke vil eksistere rente- eller udbyttekuponer, vil ej heller denne bestemmelse kunne finde anvendelse i relation til fondscentralen.

I det omfang der måtte blive fastsat regler i skattelovgivningen eller anden lignende lovgivning, der også omfatter fondscentralens virksomhed, må sådanne bestemmelser selvsagt respekteres, men bortset herfra er fondscentralens oplysninger ganske på linie med private foretagenders unddraget offentligheden.

Det er vanskeligt i en detaljeret lovbestemmelse at fastslå, hvilket omfang tavshedspligten skal have. For tjenestemænds vedkommende har tjenestemandslovens § 10, stk. 2, fastslået, at tjenestemanden skal iagttage tavshed med hensyn til de forhold, som han i medfør af sin stilling bliver bekendt med, og hvis hemmeligholdelse ifølge sagens natur er påkrævet eller bliver ham foreskrevet. Tavshedspligten ophører ikke med hans udtræden af tjenesten. Hermed uddyber loven i nogen grad, hvad der er fastlagt som strafbart, omend det må erkendes, at henvisningen til "sagens natur" er ensbetydende med, at området ikke lader sig afgrænse på klar og entydig måde. En udbygning svarende til tjenestemandslovens § 10, stk. 2, findes ikke på vigtige områder, hvor den pågældende klart er omfattet af straffelovens kap. XVI som virkende i offentligt erhverv, således f.eks. revisorer, translatører, dispachører og advokater. Disse regler finder imidlertid ikke anvendelse her, hvorfor udvalget foreslår, at der i vedtægterne for fondscentralen optages en regel svarende til tjenestemandslovens § 10, stk. 2. Udvalget vil imidlertid understrege, at oplysninger om enkelte personers eller selskabers forhold, som fremgår af, hvad der er eller har været anmeldt til fondscentralen, ikke må videregives eller udnyttes, medmindre de berettigede har givet tilladelse hertil, eller der med hjemmel i lovgivningen af vedkommende kompetente myndighed er givet sådan tilladelse.

For at sikre at der ikke sker misbrug, må der ved loven skabes straf-sanktioner. Regler herom kan formuleres ved udbygning af de regler, som ved lov nr. 89 af 29. marts 1972 blev indføjet som § 152, stk. 3 og 4, i Borgerlig Straffelov, som alene omfatter misbrugen af oplysninger hidrørende fra offentlige registre af tilsvarende art. Der kan også henvises til bestemmelsen i markedsføringslovens § 9 om den, der "ubeføjet viderebringer eller benytter" erhvervshemmeligheder.

1p. Det har i udvalget været overvejet, om der skal gives særlige regler om klagemulighed over for de afgørelser, som bliver truffet af centralen. Over for en tinglysningsafgørelse kan der kæres til landsret, og skibsregistreringslovens § 53 indeholder regler, hvorefter afgørelser truffet af skibsregistret kan indbringes for en landsret, således at de om kæremål i borgerlige sager gældende regler finder tilsvarende anvendelse. Det blev ved udformningen af denne regel overvejet at bestemme, at afgørelserne kunne påkæres til landsret, men denne formulering blev opgivet, da man fandt det principielt forkert at foreskrive kære over for en administrativ myndigheds afgørelse.

Såfremt der ikke gives særlige regler herom i dette lovforslag, må eventuelle tvistigheder afgøres ved sagsanlæg i første instans ved de almindelige domstole. Således er retsstillingen efter nugældende ret, hvis der i forbindelse med indskrivninger måtte opstå konflikter, hvilket f.eks. også er tilfældet, hvis de opstår ved entreprenørtransporter.

Da det næppe kan påregnes, at der vil fremkomme mange tvistigheder i forbindelse med den nu foreslåede ordning, anser udvalget det for rigtigst at blive stående ved den gældende ordning. De private må således enten indbyrdes få tvistigheden afgjort ved indbyrdes sagsanlæg, eller den private må anlægge sag mod centralen, hvis han vil have denne til at foretage en registrering eller rette eller slette en registrering. Et særligt klageorgan er der i hvert fald ikke anledning til at indføre.

16. Det kan blive nødvendigt at fastsætte såvel tekniske som administrative direktiver til supplerings af lovens kortfattede regler. Dette gælder f.eks. bestemmelser om

- a. indskrivningsbevisets nærmere indhold, fastsættelse af enhedsstørrelser m.v.
- b. formen for begæringer om kontooverførelser, pantsætninger, prohibitivpåtegninger, kreditorforfølgning m.v. samt formen for bekræftelse af sådanne begæringer
- c. kravene til dokumentation for at kunne råde over indskrevne aktiver, herunder eventuelle fuldmagtsregler, regler om underskriftsprøve m.v.
- d. eventuelle undersøgelser før registrering foretages, meddelelser om kontooverførelser og hel eller delvis nægtelse af at foretage kontooverførelser
- e. udsendelse af kontoudtog, saldomeddelelser og meddelelser om udtrækning samt om tidsfrister for udsendelse af sådanne meddelelser
- f. trækning og offentliggørelse af datoer for trækning
- g. udbetaling af renter og lånebeløb
- h. forholdet mellem fondscentralen og eventuelle filialer, jfr. lovudkastets § 5
- i. regler om reservationsadgang, jfr. afsnit 4, d.

Det samme gælder bestemmelser om centralens hele tekniske indretning og bestemmelser til sikring af, at uvedkommende som nævnt ikke får oplysninger fra centralen, og at der inden for bestemte frister gives meddelelse om bevægelser på indskrivningskontiene.

Udvalget har alene udformet et forslag til formulering af indskrivningsbeviset, jfr. bilag 4, samt et udkast til vedtægter for fondscentralen, jfr. bilag 5, som indeholder regler om de funktioner, der udøves af centralens forskellige organer, bestyrelse, forretningsudvalg, direktion og revision. Derimod har udvalget ikke anset det for hensigtsmæssigt, at det udformer forslag til bestemmelser om andre emner nævnt ovenfor, idet indholdet af sådanne bestemmelser til dels kommer til at afhænge af, hvorledes fondscentralen bliver op-

bygget i enkeltheder. Udvalget har af samme grund heller ikke taget stilling til, hvilke af sådanne bestemmelser der bør fastsættes ved ministeriel bekendtgørelse i henhold til lovudkastets § 20, og hvilke der kan fastsættes af fondscentralen selv. Det er væsentligt, at bestemmelser, som vedrører kontakten mellem centralen og dem, der i en eller anden egenskab benytter centralen, gøres tilgængelig på en sådan måde, at udenforstående er klar over, hvorledes deres retsstilling er over for centralen. For at opnå dette bør det overvejes, om ikke bestemmelser af denne art bør optages i indskrivningsbevisernes almindelige tekst, således at man ved eftersyn af beviset kan blive gjort opmærksom på, hvorledes retsstillingen er.

Kap. VI.

Fonslag til lov om en fondscentral.

§ 1. Udstedelse af aktiver, der noteres på Københavns Fondsbørs, sker gennem en fondscentral, der registrerer aktiverne og disses omsætning.

Stk. 2. Fondscentralen kan tillade registrering på tilsvarende måde af andre lignende aktiver.

§ 2. Fondscentralen er en selvejende institution. De nærmere regler for fondscentralen fastsættes af centralens bestyrelse i en vedtægt, som godkendes af boligministeren. Vedtægtsændringer kræver ligeledes boligministerens godkendelse.

Ledelse.

§ 3. Den overordnede ledelse af fondscentralens virksomhed varetages af en bestyrelse, der udnævnes af boligministeren. Bestyrelsen består af en formand og lo andre medlemmer, der udnævnes for 3 år ad gangen. 4 medlemmer udnævnes efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af de indskrevne aktiver, 4 medlemmer udnævnes efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer fondshandlerne, 1 medlem udnævnes efter indstilling fra Danmarks Nationalbank og 1 medlem udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af indskrevne aktiver.

Stk. 2. På tilsvarende måde udnævner boligministeren en suppleant for formanden og for hver af bestyrelsens øvrige medlemmer.

§ 4« Bestyrelsen ansætter en direktion til at varetage fondscentralens daglige virksomhed. Direktionen skal lede denne virksomhed på forsvarlig måde i overensstemmelse med bestyrelsens direktiver herom.

§ 5. Til fondscentralen kan knyttes særlige afdelinger, der på centralens vegne medvirker ved en eller flere af dens funktioner. Om retsvirkningerne af registrering gælder dog reglerne i §§ 7-12.

Indskrivningsbeviser.

§ 6. Fondscentralen udsteder indskrivningsbeviser til ejere af registrerede aktiver. Til hvert bevis knyttes kontoudskrift, der angiver de registrerede aktiver på dagen for udskriftens udfærdigelse.

Retsvirkninger af registrering.

§ 7. Udbetaling kan med frigørende virkning ske i overensstemmelse med centralens almindelige og de for aktiverne særligt registrerede vilkår.

§ 8. Overdragelse til eje eller pant af registrerede aktiver skal for at opnå gyldighed mod overdragerens kreditorer og godtroende aftaleerhververe registreres i fondscentralen.

Stk. 2. Den aftale eller kreditorforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og erhververen ifølge aftalen være i god tro.

Stk. 3. Retsvirkningerne regnes fra anmeldelsen til fondscentralen. Anmeldelse samme dag af indbyrdes modstridende rettigheder betragtes som foretaget samtidigt og registreres foreløbigt, men udslettes på ny, såfremt forholdet ikke afklares inden en af fondscentralen fastsat frist.

§ 9. Når overdragelsen er registreret i fondscentralen, hindrer det ikke erhververens ret, at overdrageren var umyndig eller mangelde ret til overdragelsen, medmindre erhververen vidste dette eller ikke har udvist den agtpågivenhed, som forholdene krævede.

§ 10. Fondscentralen giver meddelelse til såvel indehavere af registrerede rettigheder som anmeldere af rettigheder om registreringen, eller om der efter registret er noget til hinder for erhvervelsen.

§ 11. Reglerne i lov om gældsbreve §§ 15-18 finder tilsvarende anvendelse på registrerede rettigheder, idet dog registrering af retten træder i stedet for ihændehavelse.

§ 12. Registrerede rettigheder forældes efter lovgivningens almindelige regler.

Tavshedspligt.

§ 13. Den, som uberettiget videregiver eller udnytter oplysninger, som han har fået eller skaffet sig i medfør af sin tilknytning til fondscentralen, straffes med bøde, hæfte eller fængsel indtil 2 år.

Stk. 2. På tilsvarende måde straffes den, der uden at have medvirket til gerningen skaffer sig eller uberettiget udnytter sådanne oplysninger.

Stk. 3. Sagerne behandles som politisager. Retsmidlerne i lov om rettens pleje, kapitlerne 68, 69, 71 og 72 finder anvendelse i samme omfang som i statsadvokatsager.

Fondscentralens økonomi.

§ 14» Udgifterne ved fondscentralens oprettelse og virksomhed afholdes af de deltagende myndigheder, institutter og selskaber under hensyn til de indskrevne aktivers størrelse og omsætningens omfang efter de nærmere regler, der fastsættes herom i fondscentralens vedtægter.

§ 15. Centralens årsregnskab skal godkendes af bestyrelsen. Regnskab m.v. revideres af en statsautoriseret revisor, som udpeges af centralens bestyrelse. Det godkendte reviderede regnskab offentliggøres.

§ 16. Fondscentralen er erstatningspligtig for tab som følge af fejl i forbindelse med registrering af rettigheder, selv om fejlen er hændelig. Har tablidende forsætligt eller uagtsomt medvirket til fejlen, kan erstatningen dog nedsættes eller bortfalde.

Ikrafttrædelses- og overgangsbestemmelser.

§ 17. Loven træder i kraft den 1979. Boligministeren kan dog fastsætte bestemmelser om, at udstedelse og registrering af børsnoterede aktier først fra et senere tidspunkt sker gennem fondscentralen.

Stk. 2. Efter regler, der fastsættes af boligministeren, indkaldes børsnoterede aktiver, der er udstedt før lovens ikrafttræden, med en frist på ikke under 2 år til registrering i centralen. For aktiver, der ved lovens ikrafttræden er indskrevet i realkreditinstitutternes indskrivningsafdelinger, kan fristen dog nedsættes til 1/2 år.

Stk. 3. Efter udløbet af den i stk. 2, 1. pkt., nævnte frist kan renter og andet udbytte af indkaldte, endnu ikke registrerede børsnoterede aktiver kun hæves mod samtidig registrering af aktivet i centralen.

Stk. 4. Stk. 2 og 3 finder tilsvarende anvendelse i tilfælde, hvor der gives tilladelse til registrering af de i § 1, stk. 2, nævnte aktiver samt af aktiver, der først optages til notering på Københavns Fondsbørs' efter udstedelsen.

§ 16. Statspræmieobligationer udstedt i henhold til lov nr. 125 af 23. marts 1948 m.fl., lov nr. 277 af 9. juni 1949 m.fl., lov nr. 326 af 28. november 1958 m.fl., lov nr. 208 af 4. juni 1965 m.fl., lov nr. 213 af 23. maj 1969 og lov nr. 37 af 26. januar 1977, indkaldes ikke til registrering i centralen.

§ 19. Udenlandske værdipapirer er ikke omfattet af loven.

Stk. 2. Boligministeren kan efter indstilling fra fondscentralen bestemme, at værdipapirer, der er eller bliver udstedt som led i optagelse af lån i udlandet eller fremskaffelse af kapital fra udlandet, ikke omfattes af loven, uanset om disse ved udstedelsen eller senere optages til notering på Københavns Fondsbørs.

§ 20. Boligministeren fastsætter regler om fondscentralens virksomhed.

§ 21. Loven gælder ikke for Grønland.

Stk. 2. Boligministeren kan godkende, at lovens bestemmelser fraviges i det omfang, det er påkrævet i forbindelse med udstedelse af børsnoterede aktiver på Færøerne.

Bemærkninger til udvalgets forslag til lov om en fondscentral.

Ad § 1. Ud fra de i de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 1, anførte betragtninger foreslås det at skabe lovmæssigt grundlag for en fondscentral.

Ved bestemmelsens formulering er det understreget, at centralen omfatter, hvad der ofte betegnes som henholdsvis "indskrivning" og som "afvikling". Heri ligger, at centralen varetager den dobbelte funktion at medvirke ved aktivernes emission fra de udstedende myndigheder, institutter og selskaber, og ved den omsætning, som derefter sker vedrørende aktiverne.

Når det i bestemmelsen angives, at udstedelse af aktiver sker gennem fondscentralen er hermed fastslået det legale fuldmagtsforhold, som der nærmere er redegjort for i kap. V, afsnit 2. Herefter kan erhververe af rettigheder stole på, at centralen har fuldmagt til at emitte aktiverne. Centralens bemyndigelse i forhold til de aktivudstedende deltagere må fastlægges ved aftaler mellem dem og centralen og i de instrukser, som skal udformes for centralen.

I bestemmelsen angives, at lovforslaget vedrører aktiver, der noteres på Københavns Fondsbørs. Notering omfatter i denne forbindelse også aktiver, der søges optaget til notering. Det hænger sammen med, at eksempelvis obligationslåneserier først optages til notering, når udstedelsen i den pågældende serie har nået et vist omfang.

Ordningen foreslås at blive gjort obligatorisk for alle børsnoterede aktiver, hvad enten det drejer sig om obligationer eller aktier. Hermed er ordningen principielt lagt til rette for gennemførelse på områder, hvor der umiddelbart kan opnås økonomiske og administrative fordele ved nyordningen. Der er ved forslaget skabt en fast afgrænsning af området, men dette ændres alligevel umiddelbart i takt med omfanget af, hvad der godkendes som børsnoterede aktiver. I første fase vil ordningen omfatte obligationer, udstedt af realkreditinstitutter, godkendt af boligministeren og andre institutter, der er eller måtte blive godkendt af staten - herunder således f.eks. Dansk Landbrugs Realkreditfond, Finansierings-

instituttet for Industri og Håndværk, Danmarks Skibskreditfond og Ereditforeningen af kommuner i Danmark - samt obligationer udstedt af staten eller kommunerne. Denne begrænsning er nødvendig, allerede fordi centralens virksomhed af tekniske grunde må sættes i gang etapevis. Der kan således opnås større erfaring, før centralens virksomhed også udvides til at omfatte børsnoterede aktier. Dette sidste kan ske administrativt ved boligministerens foranstaltning, jfr. lovforslagets § 17.

Da det kan tænkes, navnlig på længere sigt, at også ikke-børsnoterede aktiver med fordel kan inddrages under centralen, er der i stk. 2 givet hjemmel for en sådan udvidelse, der må ske på grundlag af centralens bedømmelse af de konkrete forhold.

Ad §§ 2-4. I disse bestemmelser er fastlagt hovedlinierne **for** fondscentralens administration. Den er en selvejende institution og dermed principielt uafhængig af indgreb såvel fra offentlig som fra privat side. Centralen er ikke en forvaltningsmyndighed og omfattes således ikke af lov om offentlighed i forvaltningen. Af hensyn til de betydelige samfundsinteresser, som varetages, er der dog ved §§ 17 og 20 givet boligministeren adgang til at træffe generelle bestemmelser om bl.a. overgangsproblemer. På den anden side er det ved bestyrelsens sammensætning sikret, at den varetager interesser for 3 interesserede grupper: dels udstederne af de aktiver, som indskrives, dels dem der medvirker ved omsætningen af sådanne aktiver, og endelig investorerne. For de første to gruppers vedkommende sker udnævnelsen efter indstilling fra de interesserede organisationer. Da der ikke findes organisationer for investorerne, må ministeren for denne gruppes vedkommende foretage udnævnelsen efter en vurdering af, hvem der bedst kan antages at kunne repræsentere disse interesser.

Efter udvalgets opfattelse er det vigtigt, at fondscentralens bestyrelse ikke bliver for stor. Udvalget foreslår derfor, at bestyrelsen skal bestå af en formand og lo andre medlemmer. 4 medlemmer foreslås udnævnt efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer "indskrivningssiden", og udvalget foreslår, at denne gruppe kommer til at bestå af 3 repræsentanter for Realkreditrådet og 1

repræsentant for aktieselskaber. 4 medlemmer foreslås udnævnt efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer "afviklings-siden", og udvalget foreslår, at denne gruppe kommer til at bestå af 2 repræsentanter for banker, 1 repræsentant for sparekasser og 1 repræsentant for fondsbørsvekselerere. Det foreslås, at Danmarks Nationalbank bliver repræsenteret ved 1 medlem, og udvalget forudsætter herved, at Nationalbankens repræsentant tillige repræsenterer statens interesser i fondscentralen. Endelig foreslås 1 medlem udnævnt med særligt henblik på at varetage interesser for ejerne af de indskrevne aktiver. Udvalget foreslår for denne gruppes vedkommende 1 repræsentant for Assurandør-Societetet.

Forholdet mellem bestyrelse og direktion er ordnet således, at direktionen har den daglige ledelse, og bestyrelsen udøver kontrol med den daglige ledelse. Det forudsættes, at der i vedtægterne træffes bestemmelse om indførelse af et forretningsudvalg, som mere kontinuerligt kan holde sig å jour med centralens virksomhed og i givet fald rejse problemer over for bestyrelsen.

Da udvalget er nedsat af boligministeren, er denne minister anført som ressortminister, men udvalget har ikke hermed taget stilling til, hvilken minister kompetencen bør henlægges til, idet dette spørgsmål falder uden for udvalgets opgaver. Udvalgets arbejde med problemerne har imidlertid medført, at en række vigtige områder, som berøres af forslaget, under den nuværende ressortfordeling henhører under handelsministeren.

Ad § 5. Baggrunden for denne bestemmelse er, at den tekniske løsning, som udvalget foreslår, på centralens opbygning åbner mulighed for, at de "store" kunder i centralen, realkreditinstitutter og pengeinstitutter, kan administrere egen indskrivning eller depoter i forbindelse med den fælles central, og således optræde som et medlem mellem centralen og den enkelte investor (deponent). Denne løsning indebærer, at vedkommende institut f.eks. kan udstede egne indskrivningsbeviser (jfr. § 6), sende kontoudtog til deponenten, og sende rentebeløb og øvrige udbetalinger (jfr. § 7) til deponenten.

Det er dog ved denne bestemmelse forudsat, at den enkelte deponent vil have valgfrihed mellem indskrivning i mellemløbet eller i selve fondscentralen, da det for meget store investorer kan være upraktisk at have investeringerne fordelt på flere forskellige afdelinger med lige så mange forskellige indskrivningsbeviser. Ved eventuelle interessekonflikter knytter retsvirkningen sig til registrering i fondscentralen, jfr. §§ 7-12. De særlige afdelinger optræder over for den enkelte investor på fondscentralens vegne, hvilket bl.a. har til *følge*, at centralen er ansvarlig over for investoren efter reglen i § 16, såfremt afdelingen begår fejl i forbindelse med registreringen af den pågældende rettighed, selv om fejlen er hændelig. Centralen må derfor ved aftaler om oprettelse af sådanne afdelinger få fastslået, at den kan gøre regres gældende over for afdelingen for sådanne erstatningskrav.

Ad § 6. Om indskrivningsbevisets betydning og principielle karakter henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 3.

Ad § 7. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 3.

Ad § 8. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 4.

I forslaget til en ny konkurslov, fremsat i folketinget den 15. oktober 1976, § 72, foreslås, at der ved omstødelse (afkræftelse), der er betinget af, at dispositionen eller udlægget er sket inden for et vist tidsrum, lægges vægt på "tinglysning eller anden sikringsakt, som er nødvendig for at opnå retsbeskyttelse mod retsforfølgning". § 8 omfattes af denne formulering, således at registrering i fondscentralen får tilsvarende betydning. Efter hidtil gældende ret er dette kun udtalt vedrørende pantsætninger, jfr. konkurslovens § 22, stk. 2, indsat ved lov nr. 177 af 29. april 1960, jfr. bemærkningerne i Betænkning II, afgivet af konkurslovsudvalget, side 160.

Ad § 9» Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 6 og 4 e.

Ad § 10. For at forhindre misbrug anser udvalget det for nødvendigt, at der gives meddelelser til såvel indehavere af registrerede rettigheder som anmeldere.

Indehavere af registrerede rettigheder omfatter også dem, der som følge af pantsætning, prohibitivpåtegning eller lignende er interesseret i at få meddelelse om registrering af overførelse.

Meddelelsen kan gå ud på, at overførslen er registreret som begæret, at der er nægtet registrering, eller at registrering kun kan ske med et forbehold, jfr. det i kap. V, afsnit 4 a, om anmærkningssystemet anførte.

Som anført i kap. V, afsnit 6, er kreditorer, som retter forfølgning mod registrerede aktiver, nødt til at give meddelelse til fondscentralen for at værne deres ret mod eksstinktion af godtroende aftaleerhververe, jfr. lovforslagets § 9, hvorimod dette ikke gælder i forhold til andre retsforfølgende kreditorer. § 10 omfatter derfor også andre former for overførelse end overdragelse ved aftale, således at meddelelse efter denne bestemmelse f.eks. også skal gives til kreditorer, der har givet meddelelse om udlæg.

Ad § 11. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 4 g.

Ad § 12. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 8.

Ad § 13. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 14.

Ad § 14. Bestemmelsen er adtryk for det princip, at omkostningerne ved såvel centralens oprettelse som dens virksomhed må hvile på dem, der opnår økonomiske fordele ved centralen. Selv om dette princip kan udtrykkes i lovform, vil den nærmere udformning af princippet kræve en detaljeret gennemgang af forholdene, ligesom det kan tænkes, at erfaringer, som indhøstes under driften, taler for anvendelse af en anden fordelingsnøgle end den, der var forudsat ved etableringen.

Udvalget går principielt ind for en udgiftsfordeling imellem indskrivningssiden og afviklingssiden i forholdet 1:1. For indskrivningssidens vedkommende vil realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter og myndigheder samt aktieselskaber herefter indbyrdes fordele deres omkostninger efter cirkulerende mængder, medens pengeinstitutter, fondsbørsvekslerere og Danmarks Nationalbank for afviklingssidens vedkommende vil fordele deres omkostninger efter antallet af afviklingsforretninger.

Det forudsættes herved, at der tillige som udgangspunkt skal betales transaktionsgebyr for omposteringer mellem indskrivningskonti uden om afviklingen svarende til, om der lå en fondshandel bag omposteringen. Dette gebyr udredes af de parter, omposteringen vedrører.

Hvisd specielt angår udgifterne ved oprettelsen, kan opstå et særligt problem, idet man eventuelt må tage udgangspunkt i oplysninger om forholdene i en vis periode forud for etableringen, ligesom der også kan blive spørgsmål om refusion til dem, der har bekostet oprettelsen, når centralens virksomhed senere udvides til at omfatte nye områder.

Der er ikke i lovforslaget taget stilling til, hvorledes der skal forholdes ved en eventuel nedlæggelse af centralen. Det er overordentligt vanskeligt at overskue, hvad der til den tid måtte anses som en rimelig ordning, hvorfor der må tages stilling hertil i den lov, der i øvrigt træffer bestemmelse om nedlæggelsen. Det kan i øvrigt heller ikke forudses, hvad der kan blive følgen af en teknisk mere avanceret løsning, som muligvis medfører så store ændringer i centralens virksomhed, at det i realiteten er identisk med en nedlæggelse.

Ad § 15. Bestemmelsen fastslår, hvorledes der skal forholdes med hensyn til regnskabsaflæggelse og revision, jfr. i øvrigt bemærkningerne ad §§ 2-4, om boligministerens indseende med centralens virksomhed.

Ad § 16. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. V, afsnit 7.

Ad § 17. Der henvises til de almindelige bemærkninger i kap. IV.

Ad § 18. Det bemærkes, at statspræmieobligationer i sammenligning med andre værdipapirer afsættes til en meget bred køberskare og i små beløb til de enkelte købere. Administrationen af en tvungen indskrivning af disse papirer ville derfor blive urimeligt belastende.

Ad § 19. Det bemærkes, at værdipapirer, der udstedes i forbindelse med optagelse af lån i udlandet, efter gældende praksis vil blive noteret på børser i udlandet ligesom udenlandske værdipapirer i øvrigt. Da liberaliseringen af kapitalbevægelser inden for EF i givet fald kan bevirke en vis afsætning af sådanne papirer her i landet, kan der opstå interesse for notering på Københavns Fondsbørs, og det ville være uantageligt, om en beskeden omsætning her i landet kunne medføre, at samtlige værdipapirer skulle omsættes gennem fondscentralen.

Det foreslås derfor, at boligministeren efter indstilling fra fondscentralen kan bestemme, at værdipapirer, der er eller bliver udstedt som led i optagelse af lån i udlandet eller fremskaffelse af kapital fra udlandet, ikke omfattes af loven, selv om de bliver noteret på Københavns Fondsbørs. Denne dispensationsadgang forudsættes praktiseret i overensstemmelse med det anførte. Der må derfor være en praktisk nødvendighed for at gøre en sådan undtagelse, som navnlig vil komme til at omfatte lån optaget af staten, kommuner og koncessionerede selskaber. Dispensationsadgangen må

naturligvis ikke anvendes på en sådan måde, at der ved hjælp af denne kan blive tale om en omgåelse af lovens hovedregel, hvorefter alle aktiver, der noteres på Københavns Fondsbørs, skal indskrives i centralen. Dispensationsadgangen må i det hele anvendes i begrænset omfang, jfr. at det i kap. III er anført, at afskaffelse af de fysiske værdipapirer ikke har nogen nævneværdig indflydelse på udenlandske investorers interesse i at investere i danske obligationer, og at hovedparten af de danske obligationer, der er solgt til udlandet, er indskrevet i de respektive institutter.

Ad § 20. Der henvises til bemærkningerne ad §§ 2-4.

Ad § 21. Bestemmelsen i § 21, stk. 2, svarer til bestemmelsen i realkreditlovens § 28.

B I L A G
DET
OBLIGATIONS-
OG AKTIELØSE
SAMFUND

Obligationsudvalget
Arbejdsgruppen under Teknisk Udvalg

Bilag 1.
3. maj 1976
ændret dec. 1976

RAPPORT VEDRØRENDE EN INDSKRIVNINGS-/AFVIKLINGSCENTRAL

udarbejdet af:

H. Dines Hansen, Sparekassernes Datacentraler
Per Helle, Kreditforeningen Danmark
Erik Nielsen, Kreditforeningen Danmark
Eugen Schmidt, Den Danske Bank af 1871

Indholdsfortegnelse:

1.	Forudsætninger for rapporten	Side 91
2.	Berørte områder	Side 91
3.	Strukturen omkring en indskrivnings-/afviklings- central	Side 93
4.	Rutiner omkring en indskrivnings-/afviklings- central	Side 96
5.	Systemer omkring en indskrivnings-/afviklings- central	Side 101
6.	Økonomivurderinger	Side 106
7.	Konsekvenser af en indskrivnings-/afviklings- central	Side 107

1. Forudsætninger for rapporten.

Udvalget har i sit arbejde lagt til grund den vedtagelse, der skete på hovedudvalgets 1. møde den 15.3.1976 "Arbejdshypotesen måtte være et fælles institut, såfremt der ikke var afgørende indvendinger herimod".

Det har endvidere været en forudsætning, at der etableres en løsning, der i første omgang omfatter realkreditobligationer og statsobligationer, men udformet så omfattende, at alle omsætningspapirer, herunder primært børsnoterede aktier, senere kan komme med i ordningen.

2. Berørte områder.

Det område, der af arbejdsgruppen forventes at kunne deltage i en indskrivnings-/afviklingscentral er følgende:

Obligationer udstedt af

realkreditinstitutter.

- staten.

andre (såsom kommuner, pengeinstitutter, erhvervsvirksomheder).

Andre omsætningspapirer:

aktier.

- præmieobligationer,
pantebreve.

Da det i forudsætningerne for nærværende rapport er nævnt, at der etableres en løsning, der i første omgang omfatter realkreditobligationer og statsobligationer, er der i fortsættelsen af rapporten udelukkende redegjort for obligationssidens (primært realkreditobligationernes) placering i forbindelse med en indskrivnings-/afviklingscentral, idet det dog bemærkes, at indskrivnings-/afviklingscentralens struktur må opbygges således, at også andre omsætningspapirer end obligationer kan indpasses.

For obligationer udstedt af realkreditinstitutterne er der på nuværende tidspunkt følgende at bemærke:

cirkulerende obligationer	ca. 24 mill. stk.
til nominelt pålydende (ultimo december 1975):	ca. 176 mia. kr.
nyudstedelse i 1976:	ca. 2 mill. stk.
til nominelt pålydende:	ca. 30 mia. kr.
reduktion pr. år grundet udtrækninger og indfrielse	ca. 3/4 mill. stk.

Antallet af salgs-/købstransaktioner andrager i henhold til opgørelse foretaget af Danmarks Nationalbank (opgørelsestidspunkt: 27.1. - 7.2.1975) ca. 6.000 pr. dag gennem fondshandlere. Det anslås, at antallet af transaktioner på meget store dage må antages at andrage det dobbelte (ca. 12.000).

De obligationsudstedende institutter administrerer ca. 55 % af antallet og ca. 70 % af nominelt beløb i deres respektive indskrivningssystemer, fordelt på ca. 120.000 indskrivningskonti, medens en betydelig del af resten administreres af pengeinstitutternes forvaltningsafdelinger, fordelt på ca. 700.000 depoter.

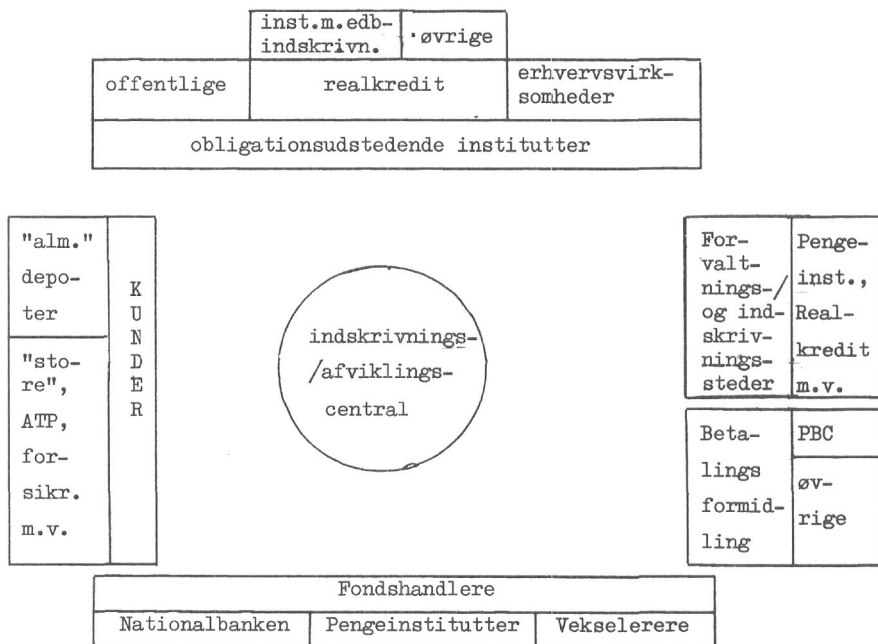
Samtlige obligationsserier er indpasset i et fondskodesystem, der anvendes i vid udstrækning i afvikling, forvaltning samt kommunikation de involverede parter imellem.

For nærværende rapport er følgende karakteristika for obligationerne forudsat:

1. Afskaffelse af den fysiske obligation.
2. Bortfald af enkeltnumre på obligationer.
3. Bibeholdelse af litrainddeling (stykstørrelser).

3. Strukturen omkring en indskrivnings-/afviklingscentral.

Den institutionelle placering af indskrivnings-/afviklingscentralen er søgt anskueliggjort i følgende billede:



Indeværende afsnit er en beskrivelse af de enkelte enheder set i relation til kontaktfladerne med indskrivnings-/afviklingscentralen.

Obligationsudstedende institutter.

Nye obligationer; Institutterne udsteder som p.t. nye lån og ved lånenes effektuering stilles cindele (obligationer) til rådighed via afviklingen, hvor de overføres til en købers (kreditors) indskrivningskonto.

Set i relation til indskrivningen er der principielt tale om at flytte "andele" fra det obligationsudstedende institut til en indskrivningskonto.

Trækning foretages på initiativ af det enkelte institut i centralen. På baggrund af information om udtrukne størrelser vil det være centralens opgave at videreformidle informationen til de enkelte "vindere" samt gennem indskrivningen at føre de enkelte størrelser ud af cirkulation.

Indfrielse vil i store træk få samme virkning for indskrivnings-/afviklingscentralen som trækning.

Kunder:

Kundekredsen er opdelt i "store" kunder og "almindelige" kunder.

De "store" kunder tilhører indskrivnings-/afviklingscentralens deltagerkreds og er kunder for hvem der både på afviklings- og indskrivningssiden kan opstå særregler med hensyn til kommunikation omkring den indskrevne egenbeholdning.

Selve handlen, for medlemmer af deltagerkredsen, vil på linie med øvrige kunder foregå via afviklingen.

"Almindelige" kunder er således alle andre, der investerer i obligationer.

Hovedprincippet for en almindelig kunde er, at man skal foretage indskrivning via en fondshandler.

Ud fra dette princip kan det nuværende system af forvaltningsinstitutter bevares. En nyskabelse ligger i den form det enkelte institut ønsker at anvende centralen på, jf. afsnittet om forvaltningsinstitutter.

Betalingsformidling;

I forbindelse med de indskrivninger, der forvaltes af centralen, vil det være nødvendigt, at information om betaling af udbytte, trækningsprovenu etc. kanaliseres igennem et betalingsformidlingssystem (PBC, postgiro, check).

Forvaltningssteder;

De væsentligste forvaltningssteder er pengeinstitutterne samt realkreditinstitutter med indskrivning af egne obligationer.

I det omfang kreditorer måtte ønske ikke at indgå som selvstændige kontohavere i centralen vil forvaltningsstedet have mulighed for at "køre" sit eget system, der af centralen opfattes som et én bloc-system.

I dette tilfælde vil forvaltningsstedet kunne betragtes som "stor"-kunde hos centralen.

Forvaltningssteder og fondshandlere vil af kunder i centralen kunne bemyndiges til at rekvirere udskrifter af de for pågældende kunde i centralen indskrevne effekter.

Fondshandlere:

Afvikling af handlen i obligationer hører til indskrivnings-/afviklingscentralens centrale funktioner, idet det er ud fra denne handel, der formidles information til indskrivningssystemet vedrørende omsætning, tilgang og afgang.

I forbindelse med en handel bliver det indskrivnings-/afviklingscentralens opgave at administrere funktioner indenfor områderne:

- hvem og hvad, der er købt af og solgt til.
- indskrivningskonti, der berøres.
- beløb, der skal modsvares.
- betalingsforhold vedrørende konti, betalingsdato etc.
- samt eventuelt på sigt at fungere som serviceorgan for fondshandlere med hensyn til afregningsopgaver, handelsoversigter etc.

Endelig bør det via centralen til enhver tid være muligt at kunne få information om de enkelte obligationers øjeblikkelige placering i systemet.

4. Rutiner omkring en indskrivnings-/afviklingscentral.

Tilgang af obligationer i systemet.

Tilgang af obligationer til systemet kan kun finde sted ved udbetaling af nye lån.

Det udstedende institut meddeler indskrivnings-/afviklingscentralen primært følgende oplysninger:

kontonummer på indskrivningskonto, hvor nominelt beløb skal tilgå. Dette kan enten være låntagers egen konto eller befuldmægtigedes konto (f.eks. pengeinstitut).

Det obligationsudstedende instituts kontonummer, hvorfra beløbet sættes i cirkulation.

Fondskode.

Beløb fordelt på stykstørrelser.

Skal der oprettes en ny indskrivningskonto, må nødvendige oplysninger, f.eks. navn og adresse, ligeledes meddeles fra instituttet.

I centralen foretages de nødvendige konteringer, og der udskrives tilgangskontoudtog til beløbsmodtager.

Har et forvaltningssted valgt at administrere sine indskrivningskunder selv, er det forvaltningsstedet, der adviserer videre til kunden.

Handel med obligationer:

I et obligationsløst system skal alle handler gå gennem indskrivnings-/afviklingscentralen. Handlerne kan opdeles således:

1. Handel med forudgående reservation af beløbet på sælgers indskrivningskonto.

Handel med forudgående reservation kan forekomme i følgende tilfælde:

- a. Ved handel med almindelige kunder.
- b. Ved limiterede ordrer.

ad a. Ved handel med almindelige kunder skal fondshandleren have mulighed for at reservere beløbet på sælgerens indskrivningskonto, således at fondshandleren har garanti for, at sælger råder over beløbet. Reservationer vil i princippet virke som notering af checks.

ad b. Ved limiterede ordrer skal beløbet ligeledes reserveres.

2. Handel uden forudgående reservation:

Handel uden forudgående reservation kan foretages i de tilfælde, hvor der handles deltagerkredsen imellem.

Her skulle en forudgående reservation ikke være aktuel, idet deltagerkredsen må have tillid til hverandre. Hvis det imidlertid skønnes nødvendigt, må en reservation kunne foretages.

Det videre handelsforløb vil være det samme, uanset om beløbene reserveres eller ikke.

Indberetning om handler til centralen:

Alle udførte forretninger indberettes til centralen efter nærmere fastsatte retningslinier.

Behandling i centralen:

På grundlag af de modtagne indberetninger foretages en behandling i centralen. Behandlingen resulterer i følgende:

1. Afviklingsmæssig eliminering af mellemhandler.
Sælger og køber findes uden mellemliggende indskrivning i handelsforløbet.
2. Beregning af købs- og salgsbeløb.
Beregningsen skal resultere i udregning af et nettobeløb pr. centraldeltager. I forbindelse med beregningen ud-

skrives en meddelelse til de enkelte deltagere, omfattende dagens posteringer, samt udvisende tilgodehavende eller gæld hos centralen i forbindelse med dagens handler.

3. Overførsel af beløbene på indskrivningskontiene.

Købte og solgte beløb posteres på de pågældende indskrivningskonti. Såvel køber som sælger modtager meddelelse om bevægelserne.

Afregning af kronesaldi:

Det nettomellemværende, der er mellem centraldeltagerne vedrørende den enkelte dags handler, skal udlignes.

Afregningen kan foretages gennem Pengeinstitutternes Betalingsformidlingscenter (PBC) med postering på deltagernes konti i Nationalbanken, respektive mellemregning af de mellem pengeinstitutterne opståede mellemværender.

Herefter er hele afviklingen gennemført.

I ovenstående afviklingsforløb er der ikke taget stilling til antallet af afviklingsdage. Tilsyneladende vil forløbet kunne foretages, uanset om man benytter en eller flere dage til afvikling.

Renter af obligationer.

På grund af det forhold, at obligationsejerne skal have deres rentebeløb i hænde (indsat på konto) på forfaldsdagen, anses det ikke for muligt at afskaffe "kuponskiftedagen", idet fordelingen af beløbene i indskrivnings-/afviklingscentralen samt udsendelse via PBC, postgiro eller direkte i check til beløbsmodtageren er en procedure, der er tidskrævende.

Kuponskiftedagen kan dog eventuelt rykkes nærmere forfalds-

dagen, f.eks. således at intervallet mellem kuponskiftedagen og forfaldsdagen reduceres fra nuværende 30 dage.

Renter af obligationer overføres/udbetales gennem betalingsformidlingssystemet til de kunder, der i indskrivnings-/afviklingscentralen er registrerede som ejere på kuponskiftedagen.

Har et forvaltningssted valgt at administrere sine kunders konti selv, modtager forvaltningsstedet fra indskrivnings-/afviklingscentralen meddelelse om et samlet beløb, der fordeles i henhold til egne registreringer af kunders portefølje.

Afgang af obligationer.

1. Indfrielse.

Ved indfrielse af obligationsserier, hvori der ikke foretages udtrækning (f.eks. rentetilpasningslån), foretager indskrivnings-/afviklingscentralen på indfrielsestidspunktet overførsel/udbetaling gennem betalingsformidlingssystemet til de kunder, der på kuponskiftedagen er registrerede som ejere af pågældende serier.

Har et forvaltningssted valgt at administrere sine kunders konti selv, foretager forvaltningsstedet den videre fordeling i henhold til egne registreringer.

2. Trækning af obligationer.

Trækningen foretages i indskrivnings-/afviklingscentralen på grundlag af registrerede oplysninger på opgørelsestidspunktet samt indberetninger fra realkreditinstitutterne om trækningsbeløb pr. serie.

De udtrukne beløb overføres/udbetales på forfaldstidspunktet til de kontohavere, der på offentliggørelsestidspunktet er registrerede som ejere af beløbene.

Tidsintervallet mellem offentliggørelse og forfaldsdag

må afhænge af den periode, investorerne måtte ønske at have til rådighed for at planlægge eventuel reinvestering.

For at kunne foretage en udtrækning efter hidtidige principper, er det en forudsætning, at indskrivnings-/afviklingscentralen kan identificere ejerforholdet for samtlige beløb, der indgår i trækningsproceduren, således at centralen kan danne en intern nummerrække for at kunne placere andelene til de enkelte ejere.

Såfremt der findes forvaltningssteder, der administrerer deres indskrivning selv, må disse umiddelbart før offentliggørelsestidspunktet indberette fordelingen på de enkelte kunders konti til indskrivnings-/afviklingscentralen med bemærkning om administrationsforholdet.

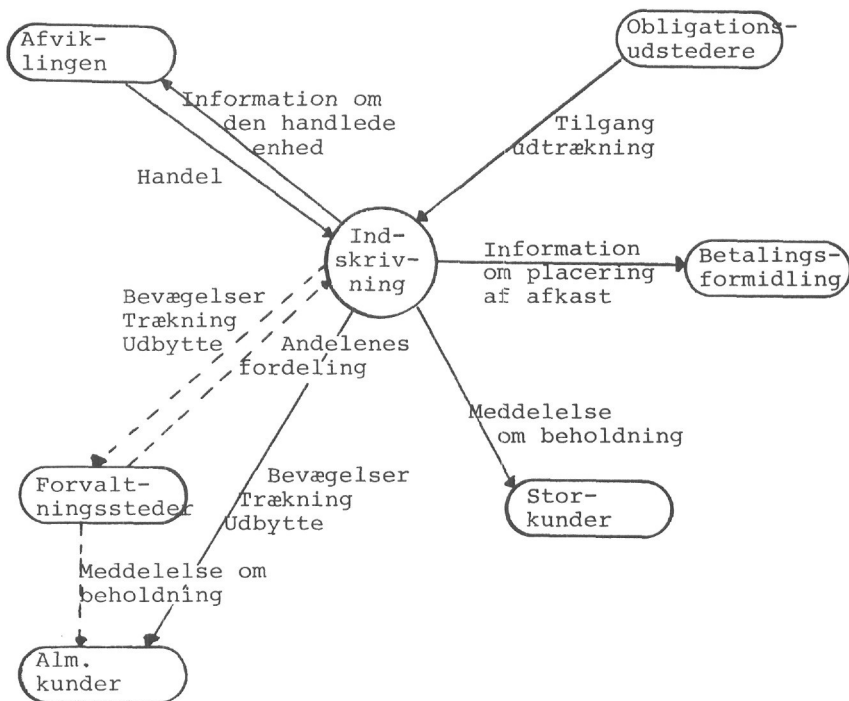
Efter offentliggørelsen udsender indskrivnings-/afviklingscentralen ingen meddelelse direkte til sådanne ejere, men adviserer i stedet forvaltningsstedet om udtrækningens sammensætning, hvorefter dette adviserer kunden samt overfører/udbetaler beløbene pr. forfaldstidspunkt.

5. Systemer omkring en indskrivnings-/afviklingscentral.

Indskrivningssystemet:

Transaktioner.

Følgende oversigt viser de informationsstrømme, der alene vedrører indskrivningssystemet i centralen:



I nedenstående uddybning af de enkelte transaktioner (informationsstrømme) er anført den nødvendige identifikation af transaktionen.

Afviklingen

Langt den overvejende information om bevægelse i den indskrevne "masse" vil tilflyde centralen via afviklingen. Her-til kommer bevægelse afledt af arv, gave, pantsætning m.m.

Identifikation: fondskode
indskrivningskonto TIL/FRA
depotnummer FRA/TIL
Generelt for depotnummer gælder:
Depotnummer er nødvendigt, såfremt der er tale om et forvaltningssted, der har opdelt sit indskrivningsbevis på flere depoter.
Depotnummer har ingen anvendelse for centralen.

Fra indskrivnings-/afviklingscentralen vil der modsvarende afgå oplysning om den handlede enheds status i salgsøjeblikket.

Identifikation: fondskode.
indskrivningskontonummer FRA/TIL,
(depotnummer FRA/TIL).

Obligationsudstedere.

Af hensyn til afstemning af den cirkulerende masse skal der tilgå centralen information om nye lån.

Identifikation: fondskode.
 indskrivningskontonummer.

Da udtrækningen forudsættes at ske i indskrivnings-/afviklingscentralen, er det nødvendigt, at der meddeles centralen hvilke beløb, der skal udtrækkes pr. fondskode.

Identifikation: fondskode.
 indskrivningskontonummer (evt. synonym),
 depotnummer (" ").

Forvaltningssteder / almindelige kunder.

Da et forvaltningssted kan vælge at have dets samlede beholdning indskrevet på en konto, er det nødvendigt af hensyn til udtrækning, at der gives information om, hvorledes et effekt er fordelt med andele pr. depot hos forvaltningsstedet.

Identifikation: fonskode.
 indskrivningskontonummer.
 depotnummer.

Fra indskrivnings-/afviklingscentralen tilflyder meddelelser om beholdningsforhold, hvilke f.eks. kan være:

 tilgang / afgang
 trækning
 renter

Identifikation: fonskode.
 indskrivningskontonummer.
 depotnummer.

Disse informationer kan forvaltningsstedet videregive til de almindelige kunder.

Stor-kunder.

I dette tilfælde afgiver indskrivnings-/afviklingscentralen samme information til stor-kunden som før nævnte til forvaltningssteder.

Betalingsformidling.

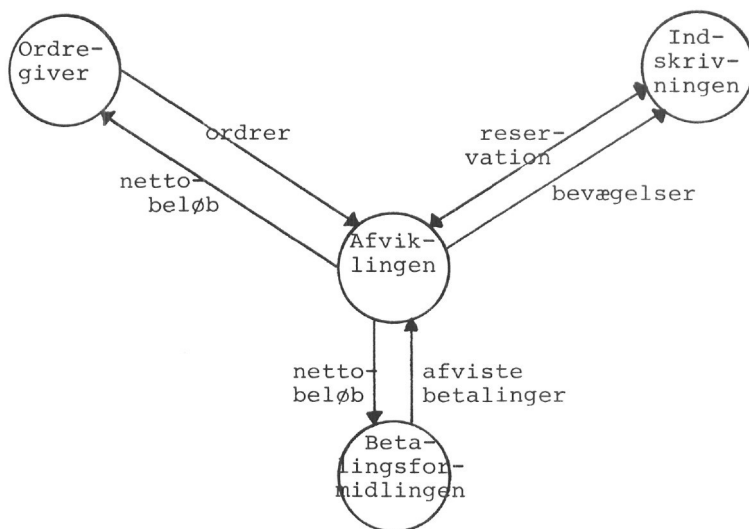
For at få fordelt afkastet (renter, beløb for forfaldne og udtrukne obligationer) for kunder uden om forvaltningsstederne, skal der afgives information til et betalingsformidlings-system med angivelse af, hvor afkastet skal placeres.

Identifikation: pengeinstitutkonto "obligationsudsteder".
pengeinstitutkonto eller tilsvarende for indehaveren af indskrivningskontoen.

Afviklingssystemet.

Transaktioner.

Følgende oversigt viser de informationsstrømme, der alene vedrører afviklingssystemet i centralen.



Identifikation af transaktioner.

Ordregivere.

Information om handel fra diverse ordregivere.

Identifikation: indskrivningskontonummer.
depotnummer,
fondskode.

Indskrivningen.

Eventuelle reservationer foretages.

Identifikation: indskrivningskontonummer.
 depotnummer.
 fondskode.

Bevægelser afgives til indskrivningssystemet.

Identifikation: indskrivningskontonummer.
 depotnummer,
 fondskode.

Betalingsformidlingen.

Nettomellemværender udlignes gennem betalingsformidlingen.

Identifikation: pengeinstitutkonto (incl. registrerings-
 nummer).

Registeridentifikation.

Der vil ikke her blive redegjort for et detaljeret register-indhold i en indskrivnings-/afviklingscentral, men alene for hvilken overordnet registerinformation, der er nødvendig, for at de omtalte transaktioner kan effektueres.

Reelt vil der være behov for to hovedregistertyper, jf. følgende skema.

Registre:

Navn	Identifikation	Indhold
Indskrivningsregister	Indskrivningskontonummer	- Antal andele/ stk.størrelse/ fondskode - Betalingsfor- midlingsform - Evt. navn etc.
Afviklingsregister	Fondskode	- cirk.beløb - kurser m.v. - indskrivnings- kontonumre evt suppleret med depotnummer

Konklusion:

I forbindelse med administrationen af indskrivningen er der, som ovennævnte fremstilling viser, ikke behov for at identificere den enkelte obligation.

Tilstrækkelig information om en obligationstype bliver herefter

fondskode.

stk.størrelser.

antal enheder pr. stk.størrelse..

6. Økonomivurderinger (1975-priser):

Omkostningerne ved en indskrivnings-/afviklingscentral er anslået ud fra kendskabet til eksisterende edb-centraler.

Endvidere er der i opstillingen taget højde for en central, der administrerer et fuldt system for indskrivning og afvikling.

Disse forudsætninger giver følgende anslåede størrelser:

personaleomkostninger (80 personer å kr. 100.000)	~ 8 mill.
- lokaler	~ 4 mill,
driftsomkostninger (maskinomkostninger, blan- ketter, forsendelse etc.)	~ 8 mill.
p.a.	<u>20 mill.</u>

Indtægterne, der i dette sammenhæng defineres som sparede omkostninger, er beskrevet i kapitel III.

7. Konsekvenser af en inskrivnings-/afviklingscentral.

Udviklingstakt.

Etablering af centralen kan tænkes at foregå i følgende tem-
pi:

- start med nyåbnede serier.
- indkøringsperiode.
- overførsel af eksisterende obligationer indenfor en kor-
tere tidsperiode.
- administration af samtlige obligationer.
- overførsel af aktier m.v.

ad a.

Ved start med nye obligationsserier vil trykningsomkostninger til nye obligationer bortfalde, ligesom yderligere behov for boksplads vil ophøre. Desuden vil den fysiske behandling af en væsentlig del af obligationsomsætningen være elimineret.

ad c.

Efter endt overførsel af samtlige eksisterende obligationer vil al fysisk håndtering af obligationer være afsluttet, li-
gesom nuværende boksanlæg til opbevaring af kapper og kupon-
ark kan frigives. Herudover vil trykning af trækingslister
bortfalde.

Øvrige konsekvenser.

Den nuværende ordning med fysiske obligationer er ikke fleksibel overfor f.eks. ændringer i lovgivning og nye låneformer. Denne manglende fleksibilitet skyldes blandt andet forhold som

eksisterende personalekapacitet,
" bokskapacitet,
 trykningskapacitet,
tidsfaktoren,
faste stykstørrelser,
sikkerhedsspørgsmål.

Det i nærværende rapport skitserede system vil indebære en meget væsentlig reduktion af begrænsningerne som følge af ovennævnte forhold.

RESPONSUM VEDRØRENDE TRÆKNING AF IKKE-NUMMEREREDE OBLIGATIONER**UDARBEJDET FOR BOLIGMINISTERIETS OBLIGATIONSUDVALG**

På foranledning af afdelingschef Åge Jørgensen, Forenede Kreditforeninger, der er formand for det af Realkreditrådet i august 1973 nedsatte udvalg vedrørende begrænsning eller overflødiggørelse af brugen af fysiske obligationer ("Det obligationsløse samfund") og som tillige er medlem af Boligministeriets obligationsudvalg, har vi udarbejdet dette responsum vedrørende trækning af ikke-nummererede obligationer.

Opfordringen til os er fremsat på baggrund af vore tidligere arbejder med beslægtede problemer, herunder et responsum i 1964-65 i samarbejde med professor, dr.phil. Arne Jensen, Danmarks tekniske Højskole, vedr. trækning af Østifternes Kreditforenings kasseobligationer på - som det dengang hed - elektronisk cifferregnemaskine. Endvidere har vi i 1967 efter et idéudkast af Arne Jensen udarbejdet en rapport til Finansministeriet om trækning af præmieobligationer samt forestået programmeringen af trækningssystemet. Det er iøvrigt dette system, der siden af I/S Datacentralen er stillet til rådighed for en række danske kreditforeninger og stadig anvendes af disse ved de halvårlige trækninger.

I rapporten til Finansministeriet er redegjort for trækningssystemets teoretiske grundlag. Det fremgår heraf, at trækningssmodellen opfylder kravet om tilfældighed, således at alle obligationsnumre på forhånd har samme sandsynlighed for at blive udtrukket, og således at alle obligationsejere i forhold til deres obligationsbeholdninger er ligestillede med hensyn til udfaldet af en trækning.

Konklusionen af nærværende responsum er, at det nuværende trækningssystem også kan anvendes, dersom den tidligere forudsætning om trækning blandt nummererede obligationer erstattes af en forudsætning om trækning blandt ikke-nummererede obligationsandele, idet kravet om tilfældighed stadig vil være opfyldt. En even-

tuel overgang til et obligationsløst samfund vil således ikke frembyde problemer, hvad kommende trækninger angår; bortset fra en række teknisk-administrative indgreb i det nuværende edb-system vil dette fortsat kunne anvendes.

Hornbæk, den 16.9.1976

Jakob Krarup

Jørgen Nygaard

1. DET NUVÆRENDE TRÆKNINGSSYSTEM

I henhold til danske kreditforeningers vedtægter gennemføres halvårlige udtrækninger af obligationer, hvorved det af debitorerne indfriele beløb (herunder primært de ordinære afdrag) tilbagebetales til obligationsejerne via indløsning af udtrukne obligationer.

Ud fra kendskab til størrelsen af det indfriele beløb fastsætter kreditforeningerne *antallet* af obligationer i hver serie og litra, der skal udtrækkes i en trækning. Det grundlæggende princip for udtrækningen er, at sandsynligheden for at en given obligation udtrækkes skal være uafhængig af denne obligations nummer og således lig sandsynligheden for at en vilkårlig anden obligation i samme serie og litra bliver udtrukket. Alle obligationer skal med andre ord have samme chance for udtrækning.

Der hersker ingen tvivl om, at tidligere tiders manuelle trækninger (formentlig under iagttagelse af passende kontrolforanstaltninger) opfyldte dette krav.

Med henblik på bl.a. at reducere det ret omfattende manuelle arbejde ved gennemførelse af en trækning blev der i midten af 60'erne indført maskinelle metoder. At edb-teknik overhovedet kan komme på tale i denne sammenhæng skyldes at det ad matematisk vej er muligt at generere såkaldte *pseudo-tilfældige tal*, der via enkle transformationer kan udpege "udtrukne" obligationer. Selv med de mest avancerede metoder er det ikke muligt at påvise, at en trækningsliste produceret af et edb-anlæg i nogen henseende er "mindre tilfældig" end en trækingsliste, der er resultat af en manuel trækning på gammeldags manér.

I 1967 (rapporten til Finansministeriet) har vi vist, at en nærmere beskrevet trækingsmodel fuldt ud opfylder kravene om tilfældighed. Dertil kommer, at de udtrukne obligationer udpeges i samme orden, i hvilken de er registreret i et Obligationsregister; herved overflødiggøres en afsluttende sortering af udtrukne obligationer før den endelige trækingsliste kan udskrives.

Det må retfærdigvis erkendes, at slutresultatets "grad af tilfældighed" på afgørende vis er afhængig af den generator for

tilfældige tal, der udgør grundlaget for modellen. I Finansministeriets model benyttes en type, der nærmest må karakteriseres som en "tandhjulsgenerator". Ved hjælp af 48 manuelt udtrukne startcifre fastlægges eentydigt den følge af pseudo-tilfældige tal, der er nødvendige for gennemførelse af en trækning. De 48 cifre udtrækkes af Notarius publicus, hvorved denne i princippet alene afgør udseendet af den færdige trækningsliste.

Generatoren blev i 1967 testet på kryds og tværs og anbefalet som egnet til formålet; desuden udføres af sikkerhedsgrunde en løbende generatorkontrol under *enhver* trækning. Det er iøvrigt interessant at notere, at samme generator nylig har været genstand for en komparativ undersøgelse. I sin afhandling "RANDOM NUMBER GENERATORS IN SEVERAL DIMENSIONS. THEORY, TESTS, AND EXAMPLES" fra oktober 1975 konkluderer cand.act. Hanne Dalgas Christiansen, at tandhjulsgeneratoren er den blandt de hyppigst anvendte generatore, der bedst opfylder kravet om tilfældighed.

Som nævnt i forordet, benyttes Finansministeriets model af en række kreditforeninger (det vides med sikkerhed at gælde Kreditforeningen Danmark, Forenede Kreditforeninger og Jyllands Kreditforening) ved de halvårlige udtrækninger. Der er ingen grund til at tvivle på generatorens egenskaber, så det eneste åbne spørgsmål er, hvorvidt systemet også lader sig anvende, hvis den fysiske obligation afskaffes, og hvis man - hvad der i så tilfælde synes at være en logisk konsekvens - undlader at operere med nummererede obligationer. Vi skal i det følgende afsnit godtgøre, at svaret er bekræftende.

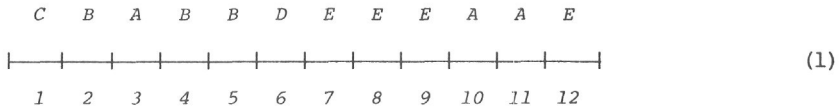
Det falder uden for dette resposums rammer at gengive omfattende dele af rapporten til Finansministeriet. Vi vil i stedet acceptere resultatet af denne rapport, som fastslår, at Finansministeriets og derfor også de nævnte kreditforeningers nuværende trækningssystem opfylder kravene om tilfældighed. På det grundlag vil vi vise, at et fremtidigt system baseret på samme generator og samme model men uden nummererede obligationer vil være identisk med det nuværende system og derfor også opfylde kravene om tilfældighed.

2. TRÆKNING AF NUMMEREREDE OG IKKE-NUMMEREREDE OBLIGATIONER

Når et kommende system skal sammenlignes med et nuværende, er det praktisk at navngive begge for at forenkle henvisningerne. Med NTS refereres til det Nuværende TrækningsSystem, baseret på fysiske obligationer i virkeligheden og på nummererede obligationer i edb-modellen. Tilsvarende kan FTS betegne et Fremtidigt Træknings-system, hvor obligationerne ikke er nummereret, måske fordi den fysiske obligation er afskaffet.

Uanset hvilket trækningssystem der anvendes - og dette omfatter også manuelle trækninger - er det indlysende, at udtrækning i en vilkårlig serie og litra på ingen måde kan influere på udtrækningen i andre serier og litrastørrelser. Den halvårslige udtrækning kan derfor lige så vel opfattes som en følge af *uafhængige trækninger*, en for hver serie og litra. Af samme årsag kan de følgende betragtninger med almen gyldighed knyttes til en vilkårlig serie og litra samt til en vilkårlig obligationsejer.

Forskellen mht. ejerforhold under hhv. NTS og FTS kan anskueliggøres ved et lille eksempel. En bestemt serie og litra antages at omfatte 12 nummererede obligationer, der indehaves af ejerne A - E:



I NTS er der en eentydig sammenhæng mellem et bestemt obligationsnummer og en bestemt ejer: A ejer nr. 3, 10 og 11 etc. For samme serie og litra vil vi med henblik på FTS tale om *andele*. Puljen ovenfor består af 12 andele, og ejerforholdene er alene givet ved oplysning om, at

A ejer 3 andele	
B ejer 3 andele	
. . . .	(2)
E ejer 4 andele	

Værdien af en andel er naturligvis lig pålydende af den tilsvarende obligation, som atter er lig litrastørrelsen.

Hvad trækninger angår, skal de enkelte obligationsejeres stilling forblive uændret. Således skal mulighed for en skattefri kursgevinst bibeholdes ved overgang til et fremtidigt system, hvilket udelukker overvejelser om en eventuel procentvis udtrækning inden for hver serie og litra. Der skal med andre ord udtrækkes et *helt antal andele* (> 0) *for hver obligationsejer i enhver litra og serie* i FTS svarende til udtrækning af et helt antal obligationer for hver obligationsejer under det nuværende system.

Vi betragter nu en vilkårlig serie og litra omfattende N obligationer eller, om man vil, N andele. Lad E være navnet på en vilkårlig obligationsejer. E antages at eje n obligationer i den pågældende serie og litra eller - hvad der set med E 's øjne er det samme - n andele svarende til en værdi af n gange litrastørrelsen. Vi vil vise, at E 's forventninger mht. udtrækningen under hhv. NTS og FTS er identiske.

Lad T være det af kreditforeningen fastsatte antal obligationer (andele), der skal udtrækkes i denne serie og litra.

Ved et *træk* forstås en tilfældig udvælgelse og borttagning af en obligation (andel). Trækningen i den pågældende serie og litra omfatter således ialt T træk, og bogstavet t benyttes til at referere til de enkelte, idet disse nummereres fortløbende fra 1 til T .

Ved første træk ($t=1$) udtages og fjernes en obligation (andel) blandt de ialt N obligationer (andele); vi kalder dette udtagning uden tilbagelægning. I andet træk ($t=2$) gentages processen for de tilbageværende $T-1$ obligationer (andele) etc.

Lad $S(x,t)$ være sandsynligheden for, at der efter t træk er udtrukket netop x obligationer (andele) blandt de n , der tilhører E ,

og lad $P(r,t)$ være sandsynligheden for, at der i det t 'te træk udtrækkes en obligation (andel) tilhørende ejer E under forudsætning, at der i de første $t-1$

træk er udtrukket netop r obligationer (andele) af denne ejers beholdning.

I NTS, hvor alle obligationer udtrækkes med samme sandsynlighed, vil

$$S(1,1) = P(0,1) = \frac{1}{N} + \frac{1}{N} + \dots + \frac{1}{N} \quad (3)$$

hvor højre side består af n led, et for hver af de n obligationer i E's besiddelse, dvs.

$$S(1,1) = P(0,1) = \frac{n}{N} \quad (4)$$

Sandsynligheden for den komplementære hændelse bliver

$$S(0,1) = 1 - S(1,1) = 1 - P(0,1) = 1 - \frac{n}{N} = \frac{N-n}{N} \quad (5)$$

Alment gælder, at

$$P(r,t) = \frac{1}{N-t+1} + \frac{1}{N-t+1} + \dots + \frac{1}{N-t+1} \quad (6)$$

idet der efter $t-1$ træk er $N-(t-1) = N-t+1$ obligationer tilbage ialt, hvoraf de $n-r$ tilhører E. Højresiden i (6) omfatter derfor $n-r$ led, dvs.

$$P(r,t) = \frac{n-r}{N-t+1} \quad 0 \leq t, \quad 0 \leq r \leq t-1 \quad (7)$$

Sandsynligheden for i t træk at udtrække flere end t obligationer tilhørende E må naturligvis være nul

$$P(r,t) = 0 \quad r \leq t \quad (8)$$

Vi får endvidere

$$\begin{aligned} S(1,2) &= S(0,1)P(0,2) + S(1,1)(1 - P(1,2)) \\ &= (1 - \frac{n}{N}) \underbrace{(\frac{1}{N-1} + \dots + \frac{1}{N-1})}_{n \text{ led}} + \frac{n}{N} \underbrace{(1 - (\frac{1}{N-1} + \dots + \frac{1}{N-1}))}_{n-1 \text{ led}} \end{aligned} \quad (9)$$

$$= (1 - \frac{n}{N}) \frac{n}{N-1} + \frac{n}{N} (\frac{(N-1) - (n-1)}{N-1}) = \frac{2n(N-n)}{N(N-1)} \quad (10)$$

$$S(0,2) = (1 - P(0,1))(1 - P(0,2))$$

$$= (1 - \frac{n}{N}) (1 - \underbrace{(\frac{1}{N-1} + \dots + \frac{1}{N-1})}_{n \text{ led}}) \quad (11)$$

$$= \frac{(N-n)(N-n-1)}{N(N-1)} \quad (12)$$

Med hensyn til $S(x,t)$ kan vi sige således: Enten er der i de første $t-1$ træk udtaget netop $x-1$ af E 's obligationer, og i så fald skal sandsynligheden herfor multipliceres med sandsynligheden for at trække yderligere en af disse i det t 'te træk. Dertil skal adderes sandsynligheden for at der i de første $t-1$ træk er udtaget netop x af E 's obligationer, multipliceret med sandsynligheden for ikke at udtrække yderligere blandt disse i det t 'te træk:

$$\begin{aligned} S(x,t) &= S(x-1,t-1)P(x-1,t) + S(x,t-1)(1 - P(x,t)) \\ &= S(x-1,t-1) \underbrace{(\frac{1}{N-t+1} + \dots + \frac{1}{N-t+1})}_{n-x+1 \text{ led}} \\ &\quad + S(x,t-1) (1 - \underbrace{(\frac{1}{N-t+1} + \dots + \frac{1}{N-t+1})}_{n-x \text{ led}}) \end{aligned} \quad (13)$$

$$= S(x-1,t-1) \frac{n-x+1}{N-t+1} + S(x,t-1) \quad (14)$$

For $t > 0$, $x \leq t$, $0 \leq x \leq n$, kan vi af rekursionsformlen (14) beregne $S(x,t)$ ud fra kendskab til $S(x-1,t-1)$ og $S(x,t-1)$. Vi mangler således blot et udtryk for $S(0,t)$, og det ses umiddelbart, at

$$S(0,t) = S(0,t-1)(1 - P(0,t))$$

hvorved

$$S(0,t) = \prod_{j=1}^t (1 - \frac{n}{N-j+1}) \quad (15)$$

Hvis $S(t,t-1)$, $t > 0$, tillægges værdien nul, kan vi af (14) og (15) finde $S(1,2)$, $S(1,3)$, $\dots$, $S(1,T)$ i den angivne rækkefølge; dernæst $S(2,2)$, $S(2,3)$, $\dots$, $S(2,T)$ og så fremdeles.

Det virker måske lidt søgt, at (3), (9), (11) og (13) omhyggeligt er skrevet som summer af en række ens led, hvorefter disse summer lige så omhyggeligt er anført i hhv. (4), (7), (10), (12) og (14). Disse matematisk set trivielle gentagelser rummer imidlertid historiens pointe. Med skrivemåden i (3), (6), (9), (11) og (13) har vi ønsket at fremhæve, hvorledes de enkelte træk i NTS så at sige sker på nummererede obligationer; hvert led i de forskellige summer svarer nøje til en ganske bestemt nummereret obligation i E's besiddelse.

Da (3) er identisk med (4), (6) med (7) osv., kan vi omvendt opfatte (4), (7), (10), (12) og (14) som de sandsynligheder, der vil fremkomme under anvendelse af FTS, idet disse udtryk er uafhængige af, hvilke numre de pågældende obligationer eventuelt måtte have haft, og dermed også uafhængige af om de pågældende obligationer (andele) overhovedet er nummererede eller ej. Denne observation er tilstrækkelig til at sikre, at også FTS opfylder kravet om tilfældighed.

For god ordens skyld vil vi dog til slut angive et explicit udtryk for obligationsejeren E's forventninger med hensyn til udfaldet af en trækning. Hertil kræves et udtryk for $S(x, t)$ for $x = 0, 1, \dots, Q$, hvor

$$Q = \min \{T, n\} \quad (16)$$

Hvis $n \leq T$ vil $S(x, T)$ principielt være uinteressant for $x > n$, thi E kan højst forvente at få samtlige n obligationer udtrukket. Omvendt, hvis $n > T$ kan E forvente at højst T blandt de n obligationer udtrækkes. Begge muligheder tages i betragtning ved indførelse af Q som vist i (16).

$S(x, t)$ kan som nævnt beregnes på grundlag af (14) og (15). Ved at gætte på slutresultatets form er det imidlertid simplere at benytte induktion. Ved udregning af (15) fås

$$S(0, t) = \prod_{j=1}^t \left(1 - \frac{n}{N-j+1} \right) = \frac{(N-n)(N-n-1) \dots (N-n-t+1)}{N(N-1)(N-2) \dots (N-t+1)} \quad (17)$$

Idet $\binom{p}{q}$ er en kortfattet skriveform for $\frac{p!}{q!(p-q)!}$ hvor $p!$ betegner produktet $p(p-1)(p-2) \dots 3 \times 2 \times 1$, bliver (17)

$$S(0,t) = \frac{(N-n)! (N-t)!}{N! (N-n-t)!} = \frac{\binom{N-n}{t}}{\binom{N}{t}} \quad (18)$$

Ud fra et "gæt" på

$$S(x,t) = \frac{\binom{n}{x} \binom{N-n}{t-x}}{\binom{N}{t}} \quad (19)$$

vil vi antage, at

$$S(x-1,t-1) = \frac{\binom{n}{x-1} \binom{N-n}{t-x}}{\binom{N}{t-1}} \quad \text{og} \quad S(x,t-1) = \frac{\binom{n}{x} \binom{N-n}{t-x-1}}{\binom{N}{t-1}} \quad (20)$$

Ved indsættelse i rekursionsformlen (14) fås

$$S(x,t) = \frac{\binom{n}{x-1} \binom{N-n}{t-x} (n-x+1)}{\binom{N}{t-1} (N-t+1)} + \frac{\binom{n}{x} \binom{N-n}{t-1-x} (N-t+1-n+x)}{\binom{N}{t-1} (N-t+1)} \quad (21)$$

Af identiteten

$$\binom{n}{x-1} = \binom{n}{x} \frac{x}{n-x+1}$$

fås ved indsættelse i (21)

$$\begin{aligned} S(x,t) &= \frac{\binom{N-n}{t-x}}{\binom{N}{t-1}} \left(\binom{n}{x} \frac{x}{n-x+1} \frac{\binom{N-n}{n-x+1}}{\binom{N}{N-t+1}} + \binom{n}{x} \left(\frac{(t-x)(N-t+1-n+x)}{(N-n-t+x+1)(N-t+1)} \right) \right) \\ &= \frac{\binom{N-n}{t-x} \binom{n}{x}}{\binom{N}{t-1}} \left(\frac{t}{N-t+1} \right) = \frac{\binom{n}{x} \binom{N-n}{t-x}}{\binom{N}{t}} \end{aligned} \quad (22)$$

der er identisk med (19).

Ved at sammenholde (20) med (4) og (12), ses (20) at være gyldig for $(x,t) = (1,2)$, og ved indsættelse i (22) fremkommer (10). Vi har dermed vist ved induktion, at (22) er almengyldig.

Tilbage står at beregne forventningsværdien, $M(x,T)$:

$$M(x,T) = \sum_{x=0}^Q x S(x,T) \quad (23)$$

og, for at gøre det strengt korrekt, skal x ikke blot løbe fra 0 til Q , men også begrænses ved uligheden

$$T - x \leq N - n \quad (24)$$

Som hjælpemiddel til beregning af (23) kan vi først opskrive identiteten

$$\begin{aligned} (p+q)^y &= p^y + \binom{y}{1} p^{y-1} q + \binom{y}{2} p^{y-2} q^2 + \dots + \binom{y}{y-1} p q^{y-1} + q^y \\ &= \sum_{j=0}^y \binom{y}{j} p^{y-j} q^j \end{aligned} \quad (25)$$

hvor y er et positivt heltal. Idet

$$(p+q)^{y+z} = (p+q)^y (p+q)^z \quad (26)$$

fås ved anvendelse af (25) på begge sider af lighedstegnet

$$\sum_{j=0}^{y+z} \binom{y+z}{j} p^{y+z-j} q^j = \left(\sum_{i=0}^y \binom{y}{i} p^{y-i} q^i \right) \left(\sum_{j=i}^{z+i} \binom{z}{j-i} p^{z-j+i} q^{j-i} \right) \quad (27)$$

Da (26) er en identitet, må koefficienterne til $p^{y+z-j} q^j$ være de samme på begge sider af lighedstegnet i (27), dvs.

$$\binom{y+z}{j} = \sum_i \binom{y}{i} \binom{z}{j-i}, \quad 0 \leq i \leq y, \quad 0 \leq j-i \leq z \quad (28)$$

(23) bliver nu

$$\begin{aligned} M(x, T) &= \sum_{x=0}^Q x S(x, T) = \sum_{x=1}^Q x S(x, T) = \sum_{x=1}^Q \frac{x \binom{n}{x} \binom{N-n}{T-x}}{\binom{N}{T}} \\ &= \frac{n}{\binom{N}{T}} \sum_{x=1}^Q \binom{n-1}{x-1} \binom{N-n}{T-x} \end{aligned}$$

og, af (28) fås for $y = n-1$, $z = N-1$, $i = x-1$, $j = T-1$

$$M(x, T) = \frac{n}{\binom{N}{T}} \binom{N-1}{T-1} = T \frac{n}{N} \quad 0 \leq x \leq n; \quad 0 < T-x < N-n \quad (29)$$

=====

Obligationsejeren E 's forventninger med hensyn til udfaldet af en trækning er således proportional med antallet af obligationer, der skal udtrækkes, og forholdet mellem antallet af obligatio-

ner i E's besiddelse og det totale antal obligationer i den pågældende serie og litra.

3. KONKLUSION OG AFSLUTTENDE KOMMENTARER

Konklusionen er i virkeligheden allerede fremsat undervejs i forrige afsnit, hvor vi viste, at obligationernes nummerering i NTS var uden betydning for slutresultatet.

Man vil måske finde, at (19) repræsenterer et særdeles talentfuldt gæt på udseendet af $S(x, t)$ ud fra de ret sparsomme beregninger. $S(x, t)$ er imidlertid velkendt under navnet *den hypergeometriske fordeling*; at gættet ramte plet skyldtes således en forhåndsviden om, hvordan udseendet af $S(x, t)$ ville blive.

Man kan iøvrigt direkte ræsonnere sig til udtrykket for $S(x, t)$ på følgende måde. Som man hyppigt har for vane i lærebøger om statistik, betragter vi en urne med N kugler, hvoraf de n er røde og de resterende blå. Der udtages t kugler uden tilbagelægning. Hvad er sandsynligheden for, at netop de x kugler blandt de t udtagne er røde?

De t kugler kan udtages på $\binom{N}{t}$ måder. Blandt disse vil netop $\binom{n}{x} \binom{N-n}{t-x}$ være røde. Svaret er derfor givet ved (19), og historien lader sig jo direkte overføre til obligationsejeren E forud for en trækning, idet vi med tanke på NTS til forskel fra FTS når samme resultat, hvadenten de røde og blå kugler er nummererede eller ej.

Ved implementering af FTS på en datamat, må der dog af praktiske årsager foretages en *intern nummerering* af samtlige andele i hver litra og serie forud for en trækning, hvilket sker på basis af inddata, som de i (2) viste. Man kan groft sige, at hver obligationsejers post af andele oversættes til et interval, hvis længde er proportional med antallet af andele.

Forskellen på NTS og FTS bliver derfor, at de enkelte obligationer i enhver ejers besiddelse internt får tildelt en følge af *fortløbende numre* i FTS. Da trækningsresultatet er uafhængig af num-

mereringen, vil det nuværende trækningssystem efter denne modifikation også kunne anvendes som et fremtidigt trækningssystem.

REFERENCER

Hanne Dalgas Christiansen: *Random Number Generators in Several Dimensions. Theory, Tests, and Examples.* IMSOR, The Technical University of Denmark (1975)

Arne Jensen, Jakob Krarup og Jørgen Nygaard: *Responsum vedrørende trækning af østifternes Kreditforenings kasseobligationer på elektronisk cifferregnemaskine.* IMSOR, Danmarks tekniske Højskole (1965)

Arne Jensen, Jakob Krarup og Jørgen Nygaard: *Trækning af Finansministeriets præmieobligationslån.* IMSOR, Danmarks tekniske Højskole (1967)

Oplæg til omkostningsanalyse af det obligationsløse samfund.1. Beslutningsalternativer.

Analysen omfatter en samfundsmæssig omkostningsberegning på følgende alternative principløsninger:

- a) Frivillig indskrivning af obligationer uden indskrivning af aktier (eksisterende ordning).
- b) Tvungen indskrivning af realkreditobligationer i institutterne og frivillig indskrivning af andre obligationer og aktier (Realkreditrådets grønne betænkning med efterfølgende statusrapport).¹⁾
- c) Obligatorisk indskrivning af obligationer og børsnoterede aktier i realkreditinstitutter, pengeinstitutter samt i en fælles afviklings-/indskrivningscentral (vedlagte rapport af 3. maj 1976 om oprettelse af en afviklings-/indskrivningscentral).¹⁾
- d) En centraliseret børsafviklings- og indskrivningsordning for både obligationer og aktier (BAIC).

ad b:

Det forudsættes om dette alternativ, at såvel cirkulerende som fremtidigt udstedte realkreditobligationer obligatorisk inddrages under ordningen. Ved omkostningsvurderingerne ses der bort fra, at det i en overgangsperiode kan vise sig hensigtsmæssigt at lade indskrivningen af cirkulerende obligationer være frivillig.

Indskrivningen sker i de enkelte realkreditinstitutter. Investorerne vil således hver skulle have mindst lige så mange indskrivningskonti, som de har papirer i de forskellige realkreditinstitutter.

1) Løsningerne svarer til de i kap. III anførte løsninger A), 3) og C)

Køb og salg af obligationer sker ved overførsel mellem indskrivningskonti via en afviklingscentral. Overførslen sker ved deponentens begæring på en særlig formular, som sendes direkte til afviklingscentralen. Formularen skal indeholde oplysning om indskrivningskontienes numre, navne og adresser, papirernes løbenumre og beløb. Ved overførsel til nyoprettede indskrivningskonti skal også oplyses pengeinstitutkontonummer.

Det forudsættes, at der ikke vil kunne udstedes certifikater for obligationer indskrevet i realkreditinstitutterne.

Det forudsættes endvidere, at pengeinstitutternes depotsystemer opretholdes for kunder-, som ønsker deres værdipapirer samlet ét sted, samt generelt for andre obligationer end realkreditobligationer og for aktier. Det må dog formodes, at belastningen af depotsystemerne vil blive noget mindre.

Indløsning af kuponer og udtrukne obligationer sker ved konto-til-kontooverførsler fra realkreditinstitutterne til deponenterne via PBC.

ad c;

Det forudsættes om dette alternativ,

- at fysiske værdipapirer (herunder både obligationer og aktier) afskaffes,
- at der oprettes en fælles afviklings-/indskrivningscentral, men således
- at pengeinstitutternes og realkreditinstitutternes depot- og indskrivningssystemer opretholdes som "filialer" af centralen. Indskrivning vil således både kunne finde sted i centralen samt i penge- og realkreditinstitutterne. Det er overladt til pengeinstitutternes egen afgørelse, om de vil opretholde deres depotsystemer. Det må dog formodes, at belastningen af depotsystemerne under alle omstændigheder vil blive mindre end under l.a. og l.b.,
- at køb og salg af obligationer sker ved overførsel mellem indskrivningskonti via centralen,

at indløsning af kuponer og udtrukne obligationer sker ved konto-til-kontooverførsler via P3C.

Ordningen er nærmere beskrevet i vedlagte uddrag af en rapport fra det tekniske udvalg vedrørende en afviklings-/indskrivningscentral. /

ad d:

3AIC-ordningens hovedprincip består i, at den fældes børsafviklings- og indskrivningscentral fører indskrivningskonti for samtlige værdipapirinvestorer. På hver indskrivningskonto posteres den pågældende investors beholdninger af værdipapirer med specifikation af det enkelte papir. Dette vil kunne defineres ved en fondskode, et litranumner og et beløb.

I de værdipapirudstedende institutter føres der en konto for hver værdipapirserie med specifikation af de enkelte papirer.

Clearing af værdipapirhandelen sker over BAIC ved omposteringer på indskrivningskontiene. Indløsning af kuponer og forfaldne værdipapirer sker ligeledes via BAIC. Beløbsoverførslerne kan ske konto til konto via BAIC og PBC.

Det forudsættes, at al kommunikation mellem BAIC på den ene side og værdipapirudstedende institutter og pengeinstitutterne på den anden side vil kunne foregå på edb-læsbare medier.

Det forudsættes under dette alternativ, at samtlige noterede værdipapirer, såvel obligationer som aktier, efter en overgangsperiode vil kunne inddrages obligatorisk under ordningen. Omkostningsberegningerne må derfor baseres på, at såvel realkreditinstitutternes indskrivningssystemer som pengeinstitutternes depots, stemmer heit kan nedlægges. Endvidere må det formodes, at der kan ske en væsentlig reduktion af pengeinstitutternes bokskapacitet.

2) Rapporten er optaget som bilag 1.

Sammenligning af alternativerne l.b., I.e. og l.d.

Den grundlæggende tanke bag alle tre alternativer er at få værdipapirer som bærere af fordringer erstattet med kontomellemværender for så vidt efter samme princip som for konti i pengeinstitutterne. Herved undgås en omkostningskrævsende trykning, håndtering og opbevaring af selve værdipapirerne. Desuden forenkles indløsningen af kuponer og forfaldne værdipapirer, fordi disse funktioner kan udføres ved rene konto-til-konto-transaktioner.

Fordele af denne karakter vil kunne opnås med samtlige alternative løsninger, men en decentraliseret indskrivningsordning (alternativ l.b.) vil fordre et i forhold til den medtagne værdipapirmængde større antal indskrivningskonti end i løsning I.e. og l.d. Under en decentral ordning vil investor således skulle have en indskrivningskonto i hvert af de institutter, hvori han har obligationer, medens han under I.e. og l.d. kan have én konto for samtlige sine værdipapirer.

Forskellen mellem I.e. og l.d. består i det væsentligste i, at penge- og realkreditinstitutternes depot- og indskrivningssystemer oprettes som "filialer" af centralen, således at investor får valgfrihed, om han vil lade sine effekter indskrive i centralen, et pengeinstitut eller et realkreditinstitut. Sidstnævnte vil dog kun kunne modtage de af det pågældende institut udstedte obligationer. Med hensyn til det samlede antal indskrivnings- og depotkonti må I.e. således formodes at blive en mellemøsning af l.b. og l.d.

Mere kortsigtede ressourceovervejelser kunne formodes at tale til fordel for løsningerne l.b. og I.e., fordi der her er mulighed for at betjene sig af en eksisterende kapacitet i realkreditinstitutternes indskrivningsafdelinger og i pengeinstitutternes depoter. Sådanne kortsigtede hensyn ønskes imidlertid ikke inddraget i omkostningsberegningerne.

2. Sektoropdeling.

Ved beregningen af besparelser og omkostninger anvendes følgende sektoropdeling:

- a) Realkreditinstitutter.
- b) Andre obligationsudstedende institutter.
- c) Aktieselskaber.
- d) Banker.
- e) Sparekasser.
- f) Fondsbørsvekslerere.
- g) Danmarks Nationalbank,
- h) Staten.
- i) Børsafviklings- og indskrivningscentralen.
- j) Værdipapirinvestorer, som ikke er omfattet af pkt. a)-i).

3. Informationsindsamling.

For hver af disse sektorer indsamles oplysninger om sektorens forventede omkostningsbesparelser/meromkostninger ved overgang til henholdsvis løsningerne l.b., I.e. og l.d. sammenlignet med den eksisterende ordning. Dette gøres ved udsendelse af spørgeskemaer til et udvalg af de nævnte institutter, ved ekspertskøn for en sektor under ét og for BAIC ved en almindelig omkostningskalkule på grundlag af et estimat af centralens kapacitet. På tilsvarende måde indsamles oplysninger om værdipapirmængden, antal indskrivnings- og depotkonti, antal fondshandeler samt mængden af kuponindløsninger, dividendeudbetalinger og udtrukne obligationer. Der må også gøres antagelser om den fremtidige udvikling i disse størrelser.

4. Omkostningsbegreb.

Omkostningsbesparelserne/meromkostningerne omfatter alene ressourcemæssige ændringer, idet der ses bort fra eventuelle gebyrer m.v., som erlægges til en anden af de i analysen inddragne sektorer. Der ses ligeledes bort fra gebyrindtægter m.v., uanset hvorfra de måtte komme. Som omkostningsbegreb anvendes summen af variable og tilregnede faste omkostninger som f.eks. afskrivninger på maskiner og inventar, husleje og rengøring, generel administration m.v. Der er med andre ord tale om en langsigtet beregning, hvor der forudsættes fuld kapacitetstilpasning. Der regnes i ultimo juni 1976-priser.

5. Arbejdsfordeling.

Realkreditrådet vil i fornødent samarbejde med institutterne udarbejde et skøn for samtlige obligationsudstedende institutter. I samarbejde med Bankforeningen udsendes spørgeskemaer til nogle udvalgte banker og sparekasser om deres vurdering af egne omkostningsbesparelser/meromkostninger. Økonomiudvalgets sekretariat vil i samarbejde med bankrepræsentanten i udvalget opstille skøn for de børsnoterede aktieselskaber. Fondsbørsvekslerer A. Wimmelmann Larsen vil give en vurdering af fondsbørsvekslerernes omkostningsbesparelser/meromkostninger. Nationalbankens repræsentant i økonomiudvalget foranlediger udarbejdet skøn for Nationalbanken og staten. Udvalgets sekretariat fremlægger en vurdering for værdipapirinvestorerne under 2.j. Det tekniske udvalg forestår omkostningskalkulen for centralen.

Spørgeskema 1.

Oplysninger om forskellige mængder/antal i forbindelse med den nuværende håndtering af børsnoterede aktier og obligationer i banken/sparekassen.

	Mængde/Antal	Antal stk. (evt. i hele tusinde)	i 1975 ultimo 1975
1.	Obligationenkøb		i 1975
2.	Obligationssalg		i 1975
3.	Aktiekøb		i 1975
4.	Aktiesalg		i 1975
5.	Rentekuponekspeditioner over skranken		i 1975
6.	Udbyttekuponekspeditioner over skranken		i 1975
7.	Indløsning af udtrukne obligationer over skranken		i 1975
8.	Indløsning af udtrukne obligationer fra de under 9 opgjorte konti samt fra egen beholdning		i 1975
9.	Antal depoter, der administreres for kunder (sikkerhedsdepoter, forvaltningsdepoter og åbne depoter)		ultimo 1975
10.	Antal børsnoterede aktier i egen beholdning		ultimo 1975
11.	Antal børsnoterede obligationer i egen beholdning		ultimo 1975
12.	Antal børsnoterede aktier i de under 9 opgjorte konti		ultimo 1975
13.	Antal børsnoterede obligationer i de under 9 opgjorte konti		ultimo 1975

Hvorledes forventer De udviklingen i de angivne mængder/antal i de kommende 10 år under forudsætning af konstant markedsandel og bevarelse af den nuværende håndtering?

Anfør en årlig stigningstakt i procent.

Bemærkninger til udfyldelsen af spørgeskema 1.

- ad 1, 2, 3 og 4. Antal køb og salg kan opgøres som antal udstedte fondsnotaer.
- ad 3 og 4. Ved opgørelsen af køb og salg af aktier skal De medregne køb og salg af tegningsretter og aktieretter.
- ad 5 og 6. Opgøres som antal udskrevne kuponkuverter.
- ad 7 og 8. Såfremt De ikke har mulighed for at skelne obligationer indløst over skranken fra øvrige indløste obligationer, kan De blot anføre det samlede antal indløste obligationer.
- ad 9. De skal kun medtage depoter, hvori administreres aktier og obligationer (evt. sammen med f.eks. pantebrev). Depoter hvori alene administreres pantebrev holdes uden for opgørelsen.
- ad 10, 11, 12 og 13. Bemærk, der ønskes oplysning om stykantalet, ikke om værdien af aktier og obligationer.

Spørgeskema 2.

Oplysninger om bankens/sparekassens forventede årlige omkostningsbesparelser og meromkostninger efter overgang til de under l.b., l.e. og l.d. i vedlagte oplæg anførte systemer.

	Omkostningsbesparelser	Meromkostninger
<u>System l.b.</u>	<u>1.000 kr.</u>	<u>1.000 kr.</u>
Løn		
Lokaler		
Maskiner		
Andet		
I alt		
 <u>System l.c.</u>		
Løn		
Lokaler		
Maskiner		
Andet		
I alt		
 <u>System l.d.</u>		
Løn		
Lokaler		
Maskiner		
Andet		
I alt		

Bemærkninger til udfyldelsen af spørgeskema 2.

I vedlagte oplæg er nærmere redegjort for de forudsætninger, hvorunder omkostningsbesparelserne/meromkostningerne skal beregnes.

Specielt bemærkes:

at der forudsættes de i spørgeskema 1 anførte mængder/antal,
at der regnes i "ultimo april 1976-priser",
at der skal ses bort fra et eventuelt fald i gebyrindtægter og erlæggelse af gebyrer til de fælles systemer,
at der kan peges på bl.a. følgende områder, hvor en overgang til et af de tre systemer vil medføre ændringer i omkostningerne

- kuponindløsning over skranke
kuponindløsning fra *egen* beholdning og papirer i depoter
indløsning af udtrukne obligationer over skranke
- indløsning af udtrukne obligationer fra egen beholdning og depoter
indløsning og udtagning fra depoter (nummerkontrol, registrering og fysisk transport)
- hjemtagning og afvikling i forbindelse med lånesagsekspeditioner
sikkerhedsdepoter.

OBLIGATIONSUDVALGET
JURIDISK UDVALG

BILAG 4.

Fondscentralen
Adresse, telf., telex m.v.

Indskrivningskonto nr.
Navneblad nr.
Dato

I N D S K R I V N I N G S B E V I S .

Kontohaver:
Fuldmagt shaver:
Fondshandler:
Betalingsmodtager:
Rådighedsbegrænsning:
Panterrettigheder m.v.:

Fondscentralen har på ovennævnte indskrivningskonto registreret aktiver som beskrevet i de senest udfærdigede til dette bevis hørende navneblade og kontoudskrifter.

Overdragelse til eje eller pant af registrerede aktiver skal for at opnå gyldighed mod overdragerens kreditorer og godtroende aftaleerhververe registreres i fondscentralen. Den aftale eller kreditorforfølgning, der skal kunne fortrænge en ikke registreret ret, skal selv være registreret, og erhververen ifølge aftalen være i god tro. Retsvirkningerne regnes fra anmeldelsen til fondscentralen. Anmeldelse samme dag af indbyrdes modstridende rettigheder betragtes som foretaget samtidigt og registreres foreløbigt, men udslettes på ny, såfremt forholdet ikke afklares inden en af centralen fastsat frist.

Centralen giver meddelelse til såvel indehavere af registrerede rettigheder som anmeldere af rettigheder om registreringen, eller om der efter registret er noget til hinder for erhvervelsen.

Betaling af rente, udbytte og andre forfaldne beløb vedrørende de registrerede aktiver sker med frigørende virkning til den, der er registreret som betalingsmodtager i centralen.

Centralen underretter umiddelbart efter udtrækning af kapitalbeløb dem, der er registreret som berettigede.

Kontohaveren forpligter sig over for centralen ved underskrift i henhold til underskriftsprøve.

Registrerede aktiver og ydelser heraf forældes efter lovgivningens almindelige regler.

Kun det i centralen registrerede kan tillægges retsvirkning, da der efter udstedelsen af såvel navneblad som kontoudskrift kan være registreret ændringer i centralen.

For fondscentralen

(underskrift)

Forslag til vedtægter for fondscentralen.

§ 1. Fondscentralens formål er at registrere udstedelsen og omsætningen af "børsnoterede og andre lignende aktiver i overensstemmelse med lov om en fondscentral, således at fysiske obligationer, aktier m.v. afskaffes.

§ 2. Den overordnede ledelse af centralens anliggender varetages af bestyrelsen, der skal fastsætte principperne for administrationen af centralen og sørge for, at centralens virksomhed tilrettelægges, ledes og udøves forsvarligt i overensstemmelse med loven, regler fastsat i medfør heraf samt disse vedtægter. Bestyrelsen udfærdiger direktiver til direktionen om centralens ledelse i overensstemmelse hermed.

§ 3. Fondscentralens bestyrelse består af en formand og lo andre medlemmer, der udnævnes af boligministeren. 4 medlemmer udnævnes efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer udstederne af de indskrevne aktiver, 4 medlemmer udnævnes efter indstilling fra organisationer, der repræsenterer fondshandlerne, 1 medlem udnævnes efter indstilling fra Danmarks Nationalbank og 1 medlem udnævnes med særlig henblik på at varetage interesser for ejerne af indskrevne aktiver.

Stk. 2. Bestyrelsens medlemmer og suppleanter udnævnes for 3 år ad gangen. Genudnævnelse kan finde sted. Bestyrelsen vælger selv næstformand.

Stk. 3. Bestyrelsen træffer beslutning om eventuelle vederlag til dens medlemmer.

§ 4. De nærmere bestemmelser om udførelsen af bestyrelsens hverv træffes af bestyrelsen ved en forretningsorden.

Stk. 2. Bestyrelsen nedsætter et forretningsudvalg bestående af formanden og 2 andre bestyrelsesmedlemmer.

Stk. 3. Bestyrelsen kan i forretningsordenen bemyndige forretningsudvalget til at træffe beslutninger i nærmere bestemt omfang.

Stk. 4. Forretningsudvalget kan træffe beslutning også i andre sager, såfremt en udsættelse medfører ulempe for centralens virksomhed. Forretningsudvalgets beslutninger skal i sådanne tilfælde forelægges på førstkomende bestyrelsesmøde.

§ 5. Bestyrelsen afholder møde 4 gange årligt og i øvrigt, når formanden eller 2 medlemmer af bestyrelsen ønsker det.

Stk. 2. Formanden bestemmer mødevarslet. Med mødeindkaldelsen følger en dagsorden, der så vidt muligt skal indeholde angivelse af de sager, der kommer til behandling.

Stk. 3. Forretningsudvalget samles, så ofte formanden finder anledning hertil.

Stk. 4. Formanden tilrettelægger og leder bestyrelsens og forretningsudvalgets møder. Forretningsudvalget forbereder efter formandens bestemmelse de sager, som skal forelægges bestyrelsen.

§ 6. Bestyrelsen og forretningsudvalget er beslutningsdygtige, når mindst halvdelen af medlemmerne er til stede.

Stk. 2. Beslutning træffes ved almindelig stemmeflerhed. I tilfælde af stemmelighed, er formandens stemme afgørende.

§ 7. Over bestyrelsens forhandlinger føres en protokol, der underskrives af formanden.

§ 8. Suppleanter for bestyrelsens medlemmer deltager i bestyrelsens møder med stemmeret i tilfælde, hvor det medlem, de er stedfortræder for, er forhindret, og kan efter formandens bestemmelse også i øvrigt deltage i bestyrelsens møder, men uden stemmeret.

§ 9. Bestyrelsen ansætter en direktion på et eller flere medlemmer til at lede centralens daglige virksomhed.

Stk. 2. Den daglige ledelse omfatter ikke dispositioner, der er af usædvanlig art eller stor betydning, medmindre bestyrelsen har givet særlig bemyndigelse hertil, eller bestyrelsens eller forretningsudvalgets afgørelse ikke kan afventes uden væsentlig ulempe for centralens virksomhed. Bestyrelsen skal i så fald snarest muligt underrettes om den truffene disposition.

§ 10. Centralen forpligtes ved underskrift af en direktør eller den, direktionen bemyndiger hertil, medmindre afgørelsen henhører under bestyrelsens kompetence. I så fald forpligtes centralen ved formandens eller næstformandens underskrift.

§ 11. Centralens personale ansættes og afskediges af direktionen.

Stk. 2. Bestyrelsen fastsætter regler for personalets aflønning.

§ 12. Centralens ledelse og de, der er beskæftiget i centralen, skal iagttage tavshed med hensyn til de forhold, de i medfør af deres tilknytning til centralen bliver bekendt med, og hvis hemmeligholdelse ifølge sagens natur er påkrævet eller foreskrevet dem.

Stk. 2. Tavshedspligten berøres ikke af, at den pågældendes tilknytning til centralen ophører.

§ 13. Direktionen udarbejder budget for det kommende kalenderår og forelægger det for bestyrelsen til godkendelse.

Stk. 2. Direktionen udarbejder ved udløbet af hvert kalenderår årsregnskab, der forelægges bestyrelsen til godkendelse.

Stk. 3. Direktionen aflægger ved udløbet af hvert kvartal beretning over for bestyrelsen om centralens virksomhed i det forløbne kvartal.

§ 14. x)

x) I § 14 bør optages detaljerede bestemmelser om fordelingen af udgifterne ved centralens drift. Disse regler har udvalget som nævnt i betænkningen ikke fundet at kunne udarbejde i detaljer på nuværende tidspunkt.

Udvalget anbefaler dog principielt en udgiftsfordeling imellem indskrivningssiden og afviklingssiden i forholdet 1:1. For indskrivningssidens vedkommende vil realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter og myndigheder samt aktieselskaber herefter indbyrdes fordele deres omkostninger efter cirkulerende mængder, medens pengeinstitutter, fondsbørsvekselerere og Danmarks Nationalbank for afviklingssidens vedkommende vil fordele deres omkostninger efter antallet af afviklingsforretninger.

Det forudsættes herved, at der tillige som udgangspunkt skal betales transaktionsgebyr for omposteringer mellem indskrivningskonti uden om afviklingen, svarende til, om der lå en fondshandel bag omposteringen. Det gebyr udredes af de parter, omposteringen vedrører.

§ 15. Bestyrelsen udpeger en statsautoriseret revisor, der skal revidere årsregnskabet og afgive revisionsberetning efter kritisk gennemgang af centralens regnskabsmateriale. Bestyrelse og direktion skal give revisor adgang til at foretage de undersøgelser, han finder nødvendige.

§ 16. Årsregnskab og revisionsberetning indsendes til boligministeren.

Redegørelse for eventuelle lignende ordninger i andre lande.

Udvalget har til brug for sit arbejde søgt at indhente oplysninger fra en række andre lande om eventuelle lignende ordninger, som dem udvalget har behandlet, og om mulige erfaringer, herunder administrative og økonomiske fordele ved ordningerne.

Udvalget har rettet henvendelser til kontaktpersoner ved børserne i Tyskland, Frankrig, Belgien, Holland, Luxembourg, Schweiz, Sverige og Storbritanien.

I det følgende gives et kort resumé af ordningerne i disse lande på baggrund af de indhentede oplysninger. Besvarelsene af de af udvalget stillede spørgsmål har dels varieret stærkt, dels været mangelfulde, og ordningerne vil derfor ikke på grundlag af det nedenfor anførte umiddelbart kunne sammenholdes.

Generelt kan man af det indsamlede materiale udlede, at man i alle de adspurgte lande har haft de samme administrative vanskeligheder som i Danmark med hensyn til håndtering og behandling af værdipapirer, og at man på forskellig måde har søgt at afbøde disse vanskeligheder. Man er dog ingen steder hidtil gået så vidt, at man helt har afskaffet det fysiske værdipapir, således som udvalget foreslår for Danmarks vedkommende, ligesom alle ordningerne i større eller mindre udstrækning beror på frivillighed. I nogle lande (f.eks. Belgien og Schweiz) behøver værdipapirejeren aldrig at se værdipapiret, der til stadighed kan være indskrevet, uanset om det skifter ejer. I andre lande (f.eks. Holland) skal værdipapiret fysisk overføres for at kunne handles.

Det er i øvrigt et gennemgående træk ved ordningerne i de adspurgte lande, at rationaliseringsbestrebelsene i særlig grad har drejet sig om afviklingssiden og kun i ringe grad om indskrivningssiden.

Vesttyskland.

I Vesttyskland findes 7 værdipapirsamlebanker (Kassenvereine), der gør det muligt at opfylde afsluttede børsforretninger uden faktisk levering af de enkelte værdipapirer. Grundlaget herfor findes i depotloven, hvori sondres mellem enkelt-opbevaring, i praksis kaldet korsbånds-opbevaring, og samlet-opbevaring, i praksis kaldet samlet clearing-opbevaring (Girosammeiverwahrung). Ved enkelt-opbevaring omgives papirerne med et korsbånd, hvorpå ejerens navn og kontonummer anføres. Hvis sådanne papirer sælges, skal disse fysisk overføres til købers depotbank. Dette medfører en del administrativt besvær, og efterhånden som børshandelernes omfang er taget til, er man i stor udstrækning gået over til ikke at opbevare værdipapirerne efter ejere, men samlet efter de enkelte arter af værdipapirer. I disse tilfælde behøver man ikke ved ændring i ejerforhold at overføre værdipapirerne fysisk. Ejendomsoverdragelsen sker blot ved en konto-til-konto overførsel.

Kontohavere i samlebankerne kan kun være depotbanker. Når værdipapirer indleveres til en samlet opbevaring, ophører kontohaverens hidtidige ud fra styknumrene specificerede særejendomsret, der forvandles til en medejendomsret til en kvote af den samlede beholdning.

Begrebet værdipapirsamlebanker går i Tyskland helt tilbage til slutningen af forrige århundrede, og den nuværende ordning stammer fra 1949» hvor de nuværende værdipapirsamlebanker oprettedes som aktieselskaber. Til disse bankers væsentligste opgaver hører opbevaring og forvaltning af værdipapirer samt gennemførelse af fondsclearing.

Bankerne forestår indkassering og fordeling af forfaldne dividender og renter, oprettelse af tegningsretskonti ved kapitaludvidelser, fremskaffelse af nye kuponark ved kuponarkfornyelser, ombytning af værdipapirer i tilfælde af firmaændringer, sammenslutning af firmaer etc.

Den væsentligste nytteeffekt ved den samlede opbevaring viser sig især i gennemførelsen af fondsclearing, d.v.s. i den rent bogholderimæssige overdragelse af medejendomsandele i den samlede beholdning fra overdragere til erhververs konto, uden at der kræves fy-

sisk flytning af værdipapirerne, samt i den pengemæssige udlig-
ning af børsforretninger gennem afregning.

Frankrig.

I Frankrig findes et system, der gør det muligt ved hjælp af konto-
til-konto overførsler at undgå at skulle handle med selve værdipa-
piret. Selskabet SICOVAM, Société Interprofessionnelle pour la
Compensation des Valeurs Mobilieres, er stiftet i 1949 af bank- og
børserhvervene.

SICOVAM administrerer ca. 2.000 forskellige typer af værdipapirer
(obligationsserier og aktieselskaber), heraf ca. 1.800 franske.
Den beløbsmæssige størrelse af de pågældende papirer beløb sig ef-
ter kursværdi ultimo 1975 til F 155 465 212 000.

Systemet er ikke obligatorisk, men den procentdel af franske værdi-
papirer, der forvaltes af SICOVAM, udgør i forhold til udstedte
papirer i de enkelte serier og selskaber ca. 65 pct.

Selv om ordningen ikke er obligatorisk, har man været i stand til
at formindske antallet af trykte værdipapirer betydeligt ved at an-
vende større stykstørrelser. (En lignende ordning kendes som om-
talt i betænkningen i Danmark i form af "samleobligationer").

SICOVAM har intet kendskab til værdipapirernes ejere. Det kender
kun "medlemmerne", d.v.s. de tilsluttede vekselerere og pengein-
stitutter.

Systemet fungerer i øvrigt på den måde, at de værdipapirer, en e-
jer deponerer hos et "medlem", indskrives hos SICOVAM, men ejeren
kan til enhver tid kræve sine værdipapirer tilbageleveret. "Med-
lemmet" overgiver i princippet værdipapirerne til SICOVAM, men be-
holder dog selv af praktiske grunde en mindre "arbejdsbeholdning".
SICOVAM beholder ligeledes en mindre beholdning, medens hovedparten
af værdipapirerne bliver placeret hos et medlem, der råder over pas-
sende boksanlæg.

Et selskabs papirer kan på et givet tidspunkt f.eks. være fordelt på følgende måde: 1) aktierne beror hos ejeren eller er deponeret i bank eller lignende. 2) aktierne indskrives hos SICOVAM, der kan have dem fordelt på følgende måde: a) hovedparten beror hos det af SICOVAM udpegede medlem, b) en mindre del beror hos det medlem, aktieejeren har henvendt sig til, c) en mindre del beror hos SICOVAM.

Med hensyn til de værdipapirer, som indskrives i SICOVAM, kan medlemmerne indbyrdes udelukkende levere værdipapirerne gennem giring på deres konti hos selskabet.

SICOVAM forestår udbetaling af dividende m.v., og der afklippes ikke kuponer. På samme måde administrerer SICOVAM tegningsrettigheder ved kapitaludvidelse. SICOVAM er opført i de udstedende selskabers bøger med hensyn til de værdipapirer, som er indregistreret i SICOVAM's navn og optræder over for disse selskaber som fuldmægtig for de egentlige ejere.

Belgien.

I Belgien er etableret et selskab, der forestår omsætning af værdipapirer, C.I.K. (Caisse interprofessionnelle de depots et de virement de titres). C.I.K. er etableret som aktieselskab. Dets vedtægter skal godkendes ved kongelig anordning, og det offentlige er repræsenteret i aktieselskabets bestyrelse. Alle former for værdipapirer kan rent juridisk omfattes af C.I.K.'s virksomhed, men i praksis har C.I.K. hidtil begrænset sin virksomhed til udelukkende at omfatte værdipapirer, der er noteret på belgiske børser.

Der findes ingen samlet oversigt over mængden af cirkulerende udenlandske værdipapirer i Belgien. I belgiske aktier beløb kursværdien ultimo 1975 sig til ca. 360 mia, hvoraf ca. 70 mia beror i C.I.K. Antallet af belgiske og udenlandske aktier lydende på ihænde-haveren, som C.I.K. lå inde med ultimo 1975, beløb sig til ca. 37 mio stikker. Belgiske statslån er først blevet indført i C.I.K. i 1975, og der foreligger derfor endnu ikke talmæssige erfaringer herfor.

Ordningen er centraliseret i C.I.K. Deponeringen af værdipapirerne sker for størstepartens vedkommende i egne boksanlæg, men man benytter tillige den ordning, at belgiske eller udenlandske værdipapirer opbevares for C.I.K.'s regning i belgiske og udenlandske pengeinstitutter.

I 1975 blev ca. 30 mio værdipapirer flyttet fra en konto til en anden, mens 45 mio kuponer med dividende, bonus eller udbytte kom til udbetaling. Deltagerne i C.I.K. er fri for at beskæftige sig med de fysiske værdipapirer, kuponer etc., og det skønnes, at de, der har tilsluttet sig C.I.K., har opnået betydelige besparelser herved, men der foreligger ingen oplysninger om størrelsen heraf.

Holland.

I Holland har man gennem nogle år haft en ordning, hvor alle børshandeler er blevet registreret af et clearingselskab (Effecten-clearing B.V.), der er et datterselskab af børsen. Selskabet fører regnskab over alle handeler, forestår pengeoverførsler m.v.

Alle værdipapirer skal for at kunne omsættes over børsen fysisk overføres.

Det er frivilligt, om man vil have sine værdipapirer indskrevet, hvilket til eksempel for statslåns vedkommende er tilfældet for ca. 70 pct.'s vedkommende. En ejer, der ønsker at sælge indskrevne værdipapirer, skal således have disse udtaget fra indskrivning, før overførslen til den ny ejer kan blive effektueret.

I begyndelsen af 1976 er der i Holland fremsat et lovforslag om "girocirkulation" af værdipapirer. Efter forslaget skal der etableres en central institution, der skal fungere som deponeringsmyndighed og administrator af ihændehavepapirer, der indføres i systemet. Overførsler, som er resultat af børshandeler, vil kun kunne udføres gennem banker og vekselerere, som er under tilsyn fra den Hollandske Nationalbank. Der vil blive gjort forberedelser til at kæde den edb-styrede Effectenclearing B.V. til den nye in-

stitution, således at alle børshandler direkte vil resultere i en overførsel fra værdipapirkonto i en tilknyttet bank eller hos en vekselerer til købers værdipapirkonto.

Luxembourg.

CEDEL, Centrale de Livraison de Valeurs Mobilieres, er oprettet i 1970 af en gruppe af internationale banker og er en indskrivningscentral for værdipapirer, der handles på det internationale Euro-bond marked. Deltagerne i CEDEL skal være autoriserede formidlere af køb og salg af værdipapirer. Internationalt handlede værdipapirer, som er opført på en liste udarbejdet af CEDEL's bestyrelse, kan optages i CEDEL.

CEDEL varetager følgende opgaver: indskrivning af fysiske værdipapirer, clearing af mellemværender mellem deltagere i systemet ved konto-til-konto overførsler, udlevering af fysiske værdipapirer ved deltageres handel med ikke-deltagere og ved deltageres udtræden af systemet, depotpleje, servicefunktioner i forbindelse med emission af nye værdipapirer.

De værdipapirer, der er indskrevet, opbevares fysisk i en af depot-banker. Depotsystemet er organiseret således, at værdipapirer vedrørende en given emission koncentrerer i en bestemt depotbank, ofte den bank, der i sin tid forestod emissionen.

Ved tilslutning til CEDEL fremsender en deltager de effekter, der ønskes indskrevet. Der oprettes herefter en konto for de indskrevne værdipapirer. Kontoen kan oprettes uden angivelse af konkrete værdipapirnumre (fungible) eller med angivelse (non-fungible). Deltagere, der ønsker en del indskrevet med numrene noteret, får oprettet to konti.

Hver deltager i CEDEL har en pengekonto, der debiteres og krediteres for betalinger ved deltagernes transaktioner i systemet og ved indløsning af kuponer og udtrukne værdipapirer. Hver konto indeholder underkonti for de valuta, der anvendes i CEDEL.

Alle transaktioner mellem deltagerne foregår som rene bogførings-transaktioner uden håndtering af fysiske værdipapirer. Transaktioner på værdipapirkonti kan foregå såvel med som uden modsvarende pengekontotransaktioner. Fysisk håndtering vil finde sted i det omfang, deltagere handler med ikke-deltagere, og hvor deltagere trækker det indskrevne materiale ud af CEDEL.

For at undgå fejl er der udarbejdet et formaliseret indberetnings- og kodesystem. Ved en transaktion skal begge parter indsende en instruktion til CEDEL. Transaktionen effektueres ikke, før det er kontrolleret, at indberetningerne fra parterne er enslydende, og vil blive afslået, hvis indberetningerne indeholder formelle fejl, eller hvis de pengebeløb og værdipapirer, som transaktionen berører, ikke er til stede i nødvendigt omfang. I de tilfælde, hvor ordrer afvises, modtager parterne meddelelse herom. I CEDEL bliver ordren sat på venteliste i en bestemt periode, inden for hvilken fejl kan rettes efter nærmere angivne procedurer.

Deltagere i CEDEL modtager hver dag opgørelse over bevægelser på deres værdipapirkonti og pengekonti samt lister over afviste ordrer og ordrer på venteliste. Opgjort på måneds-, kvartals- og/eller årsbasis modtager deltagerne opgørelser over rentetilskrivninger, indfrielse af udtrukne værdipapirer, gebyrberegning, beholdningsopgørelser o.s.v.

Deltagere opkræves gebyrer, der afhænger af antal transaktioner og der. nominelle værdi af de indskrevne værdipapirer. For deltagere, hvis transaktioner og beholdninger ellers ville medføre meget store gebyrer, er der en særlig rabatordning. Gebyrer for transaktioner opkræves hos sælgeren. Indskrivning af værdipapirer foregår uden beregning, hvorimod der erlægges gebyr ved udtrækning af fysiske værdipapirer.

Der erlægges større gebyrer ved transaktioner med nummererede værdipapirer end ved transaktioner med unummerede. Overførsler i mellem en deltagers konti for nummererede og unummerede værdipapirer betragtes som enhver anden konto-til-konto overførsel og belægges med sædvanlige gebyrer.

I første halvår af 1975 blev der foretaget værdipapirtransaktioner til en nominel værdi af ca. 6,5 miaus.\$. Der er 640 deltagere i CEDEL og ca. 1.400 forskellige papirer indskrevet til en samlet nominel værdi af ca. 7,2 mia US.\$.

Schweiz.

I Schweiz findes selskabet SEGA (schweizerische Effekten-Giro AG), der er et af de schweiziske banker i 1970 etableret aktieselskab. Selskabet ledes af en af aktionærerne adnævnt bestyrelse. Børsnoterede aktier og obligationer kan optages i systemet, men obligationer med udtrækning eller sådanne papirer, hvor den for emissionen ansvarlige bank ikke er SEGA-medlem, kan ikke optages i systemet.

For banker, der er medlem af fondsbørsforeningen og opererer på børsen, er deponeringen af værdipapirer obligatorisk. For andre banker og privatkunder er det frivilligt at foretage deponering af værdipapirer i SEGA. Af schweiziske aktier er 50 pct. af de i omløb værende værdipapirer deponeret. For udenlandske aktier er forholdene ikke kendt. Ca. 50 pct. af obligationerne er deponeret hos SEGA. I alt er ca. 85 mio stykker aktier omfattet af ordningen. De første optagelser i SEGA skete serievis. Efter at de første værdipapirer var optaget, trådte også den obligatoriske bogføringsmæssige levering (giro) i kraft for børsbankerne. Af retslige grunde skal værdipapirerne fysisk være til stede, og selskabet har et centralt bogførings- og opbevaringssted. Værdipapirer kan dog desuden ind- og udleveres på landets 5 hovedbørssteder.

Værdipapirtransaktionerne udføres hurtigt ved hjælp af clearing-systemet, idet selve værdipapirerne forbliver samlet i depot, således at bevægelserne udelukkende viser sig på kontiene. Der foreligger ikke oplysninger om de økonomiske besparelser ved ordningen, men der spares meget tid, ligesom de sikkerhedsmæssige forhold ved ikke at skulle håndtere og transportere selve værdipapirerne anses for en fordel. Da ordningen blev iværksat, opstod ingen særlige juridiske problemer, idet SEGA blev opbygget på den eksisterende lovgivning.

Sverige.

I Sverige er Värdepapercentralen VPC AB oprettet i 1971, da en lov vedrørende forenklet håndtering af aktier trådte i kraft. VPC's formål er ved hjælp af moderne avanceret teknik at forenkle administrationen af aktiebreve for såvel den enkelte investor som for de aktieselskaber, der måtte tilslutte sig ordningen.

VPC ejes af bankerne og vekselererne samt staten, der ejer halvdelen af aktierne.

VPC har følgende opgaver: løbende at føre aktiebog for de tilsluttede selskaber, at udarbejde udskrifter af aktiebøger på fastsatte tidspunkter, at udfærdige aktiecertifikater, at distribuere udlodninger og emissionsbeviser, at distribuere årsregnskaber m.v.

Det er frivilligt, om aktieselskaber vil tilslutte sig VPC. Derimod vil alle aktionærer i et selskab, som er tilsluttet VPC, være tvunget til at gå med ind under ordningen.

Beslutningen om, hvorvidt et selskab tilslutter sig VPC, træffes på en generalforsamling i selskabet, hvorefter bestyrelsen bemyndiges til at effektuere tilslutningen på et hensigtsmæssigt tidspunkt. Aktieselskabet anmoder derefter aktionærerne om at aflevere gamle aktiebreve til et pengeinstitut sammen med en anmeldelsesseddel til VPC. Pengeinstitutet foretager nu det videre arbejde i relation til VPC, idet oplysninger om gamle aktionærer, d.v.s. personlige data og antal aktier i selskabet videresendes til VPC. På grundlag af disse data udsteder VPC aktiecertifikater i det pågældende selskab. Aktionærer modtager et certifikat for hvert selskab, den pågældende aktionær har aktier i. Certifikater trykkes på blanketter med specielt bundtryk for hvert selskab.

Ved omsætning af aktier adviseres VPC gennem et pengeinstitut. Sælger modtager herefter nye opdaterede certifikater, medens køber modtager et certifikat på det erhvervede beløb. Har køber således i forvejen certifikater i det pågældende selskab, kan han ved henvendelse til VPC få samlet sin aktiepost i selskabet på et certifikat.

VPC giver meddelelse til berørte aktionærer om nyemissioner, fondsemissioner og splits. Aktionærerne disponerer fortsat igennem pengeinstitutterne i sådanne anliggender, og VPC udsteder certifikater på grundlag af oplysninger fra det pengeinstitut, der forestår emissionen.

Et certifikat kan påtegnes i VPC, således at udlodninger og rettigheder i forbindelse med emission tilgår crediemand.

Ti dage før, et selskab afholder generalforsamling, udarbejder VPC en aktiebogsudskrift indeholdende oplysninger om samtlige aktiebidsidder i selskabet. Kun de, der er indført i denne aktiebogsudskrift, har stemmeret. Udskriften vil være tilgængelig for alle, der er opført heri. To gange om året offentliggør VPC aktiebogsudskrifter for alle tilsluttende selskaber indeholdende aktieposter, der er større end 500 aktier. Denne regel begrundes med, at aktiebogen ellers alene ville forefindes i magnetbåndsform.

For den enkelte investor er det udgiftsfrit at have en aktieportefølje indskrevet i VPC, ligesom der heller ikke pålægges ham omkostninger i forbindelse med købs- og salgstransaktioner og de dermed følgende certifikatudstedelser og -opdateringer. Alle udgifter i så henseende afholdes af VPC. VPC's samlede omkostninger dækkes herefter fuldt ud af de aktieselskaber, der er tilsluttet ordningen. Selskaberne belastes efter et omfattende tarifysystem, hvor der er specificeret gebyrer for en lang række af VPC's serviceydelser.

Ved udgangen af 3. kvartal 1976 var 90 af 97 børsnoterede selskaber tilsluttet VPC. I 1975 nyregistreredes 96.000 aktieposter, og det forventes, at VPC i 1976 vil få en nyregistrering på 140.000 poster. Ultimo 1975 var der indskrevet 764.000 poster.

Omsætning, emission samt nyregistrering m.v. medførte, at der i 1975 udstedtes 519.000 certifikater.

Udgifterne ved VPC's drift dækkes ved de opkrævede transaktionsgebyrer.

VPC har i perioden 1971-1975 haft en meget kraftig vækst i omsætningen - fra 2,4 mio s.kr. til 35,3 mio s.kr.

Driftsomkostninger incl. afskrivninger udgjorde i 1975 ca. 33,6 mio s.kr., hvoraf ca. 13 mio s.kr. gik til dækning af tjenesteydelser udført af pengeinstitutter.

Storbritanien.

The Stock Exchange i London fører et register over næsten alle slags værdipapirer. Det fremgår af registret, hvem der er indehavere af værdipapirerne, medens de enkelte ejere blot har et certifikat, som angiver, at de er ejere og dermed indført i registret.

The Stock Exchange har i de seneste år arbejdet på en gennemgribende omlægning af handel med værdipapirer. Når omlægningen er tilendebragt, vil al handel og de deraf følgende afregninger foregå via et edb-anlæg. Det nye system, som betegnes TALISMAN (Transfer Accounting and Lodgement for Investors, Stock MANAGEMENT for jobbers) vil medføre en central afregning af alle handler. Af de for udvalget foreliggende oplysninger synes at fremgå, at det nye engelske system vil være meget lig det, udvalget foreslår gennemført i Danmark. De fysiske værdipapirer vil dog ikke blive helt afskaffet, men brugen heraf vil blive væsentlig reduceret.

English summary

Elimination of paper handling on the securities market.

Background.

Rationalisation of the procedures required for the issuing of and trace in securities in general and bonds in particular has been the subject of deliberations in Denmark for a few years. In the case of bonds, the deliberations have been concerned not only with the initial issuing and subsequent dealings, by sale or otherwise, but also with safe-keeping of bonds, because most bond holders prefer to place their bonds in safe custody in order to avoid the trouble of keeping the bonds and the coupon sheets attached to them.

These procedures have their origin in the -Danish mortgage-credit system: Loans secured on real property are obtained from associations of borrowers, known as mortgage-credit institutes. For such loans, borrowers issue mortgage deeds to the institutes which, in turn, issue mortgage-credit bonds in series. Bonds of any one series are jointly secured by the mortgage deeds issued for loans obtained by borrowers of that series. Mortgage-credit bonds are taken up by investors who place their funds in such securities. Bonds normally run for very long periods, but may be drawn for redemption before maturity. Interest on bonds is normally paid twice a year by cashing the coupons attached to bonds.

In recent years, the deliberations have been concerned especially with the question how it would be technically and legally feasible to eliminate the need for the physical documents, i.e. the instruments of debt: bonds and coupon sheets. There are several reasons for this, notably the growing volume of bonds in circulation: In 1968, the nominal value of circulating bonds was about Kr. 62 billion, in 1970 it had gone up to Kr. 85 billion, in 1973 to Kr. 139 billion of which mortgage-credit bonds represented about 18 million instruments of debt. By mid-1976 the figures had reached respectively Kr. 212 billion and 24 million instruments..

In addition to the matter of volume it may be noted that more than half the bonds in circulation - today even 71 per cent - is held in safe custody by mortgage-credit institutes. A large proportion of these bonds is never traded; they are held in the respective institutes from the time of issue until redemption, either by drawing or by redemption at maturity.

During the first half of the 1970s these questions of rationalisation were studied by several committees sponsored partly by the Copenhagen Stock Exchange and partly by the Mortgage-Credit Council. This Council consists of representatives of the individual institutes and has certain co-ordinating functions vis-a-vis public authorities and in the internal relations between the institutes. In 1974 a committee set up under the Council's auspices presented a report on reduction or elimination of the physical handling of bonds; the committee recommended that bonds, as physical instruments, in principle should be abolished altogether.

New committee, its terms of reference and appointment.

In December 1975 the Minister of Housing appointed a committee to consider how the use of physical bonds could be reduced or rendered superfluous. Taking its cue from the above mentioned report this new Committee was asked to consider the problems arising from a system where no paper handling would be required, to suggest such legislative action as the Committee considered necessary, and to submit specific proposals for such legislation.

The Committee was also asked to consider how deposits of bonds as well as transactions in bonds could be organised in a practical and efficient way, whether it would be possible to avoid introducing certificates to replace physical bonds, whether a centre should be set up to handle only transactions in bonds or whether it would be preferable to set up a securities centre to issue bonds, handle trade in bonds and payment of interest as well as capital under the terms set out in the bonds.

The following authorities and organisations were represented on the new Committee:

The Ministries of Housing, Trade and Industry, Justice, and Finance, the Mortgage-Credit Council, the Copenhagen Stock Exchange, the Danish Bankers Association (commercial banks), the Association of Danisk Savings Banks, the Insurers' Society and the Central Bank (Danmarks Nationalbank).

Arguments and conclusions.

The Committee agreed that it should not confine its deliberations to the question of abolition of physical bonds. Any new system should, to the extent it is economical and technically and legally feasible, cover the widest possible range of securities, not only bonds but also shares - notably those quoted on the Copenhagen Stock Exchange - and possibly other securities as well.

On the question of the centre - whether it should have one function or a combination of functions - the Committee found that a Securities Centre should be established to handle issuing as well as transactions in securities and to pay interest and dividends.

Bond holders have so far been free to decide whether they want their bonds held in safe custody or in a mortgage-credit institute. The Committee proposes that the safe-custody system be made obligatory: The Securities Centre issues the bonds, but investors do not receive the physical instruments: instead, the Securities Centre opens an account in the investor's name and records transactions on his account by means of an BDP system. The account holder gets a receipt showing the general and specific terms of his claim, and he can always ask for a statement evidencing the exact amount of his "bonds" (claims) on each mortgage-credit institute.

The Committee's arguments and conclusions are set out in Chapters II-VI in its report:

Chapter II reviews the technical problems arising from the abolition of physical securities. The Committee proposes that a Securities Centre be established in order to achieve the highest possible level of efficiency. A separate technical report (Annex I to the Committee's Report) describes the proposed structure of the Securities Centre.

Its functions should be:

- to record transactions in securities reported to the Centre by dealers registered with it. The securities traded and their value will be recorded by way of a clearing system;
- to record transactions made between accounts pursuant to instructions from account holders;
- to record notices received from issuers of securities about additions to or reductions of issues;
- to undertake drawings of bonds pursuant to instructions received from bond-issuing institutes;
- to disburse interest and dividend as well as matured capital amounts;
- to undertake various service functions on behalf of joint-stock companies registered with the Securities Centre.

The Centre will thus have two main functions: (i) to handle all procedures in connection with deposits of bonds and shares, and (ii) to record transactions made in securities on the Copenhagen Stock Exchange and dealings associated with such transactions.

In order to handle these transactions and ensure the necessary recording of deposits, a system of "transactions accounts" is to be organised comprising:

- all bond-issuing institutes and units
- all joint-stock companies whose shares are quoted on the Stock Exchange
- the Central Bank
- other banks (commercial banks and savings banks)
- Stock-Exchange brokers
- large units approved by the Board of the Securities Centre, such as public (social-security) funds, insurance companies, major pension funds and investors who make substantial and frequent transactions in quoted securities.

Balances on transactions accounts must be settled for each business day, both in terms of money and securities. The Centre will thus have no financial engagement whatever.

For those clients of individual dealers who have no transactions account with the Centre the dealer must put dealings through his own transactions account.

Dealers must report to the Centre all necessary data on transactions, such as the name of the security, whether bought or sold, the parties to the transaction, nominal amount and proceeds, and give the Centre the necessary instructions regarding securities and transfers of amounts.

All forms of transactions between middlemen must be segregated, so that only the ultimate seller and the ultimate buyer will be recorded. Amounts of and commissions on such transactions must have been settled before the recording.

If assets - in securities or money - are not available to settle a transaction on a business day, the Centre will record the deficiency, stop the transaction and notify the dealers involved. This procedure should preclude losses from arising in connection with transactions made via the Centre.

In connection with a transaction, assets may be reserved for a short period. Such reservations will ensure that no other transactions can be made in assets thus reserved.

The Centre will send statements of account to buyers and sellers.

Account holders of deposits with a mortgage-credit institute may make transfers from one account to another (without having such transactions recorded by the Securities Centre).

Chapter III deals with the Committee's deliberations concerning the financial effects of the Committee's proposal for a technical solution. The Committee's investigations show that a centralised

system will save costs for all parties involved - more than kr. 100 million a year.

The financial consequences also bring up the question of how the cost of establishing and operating a Securities Centre can be allocated. The Committee proposes that the cost be distributed in equal proportions over, on one side, mortgage-credit institutes, public authorities and companies whose securities are traded through the Centre, and, on the other side, those whose dealings in securities pass through the Centre, i.e. Stock-Exchange brokers and banks. Within each of the two groups, costs are to be allocated according to securities in circulation, respectively number of transactions.

The Committee's estimate of the cost of establishment and operation of the Centre is divided into an establishment phase, a running-in phase, and operation of the system when it has been fully developed.

In the first phase - establishment - the Committee estimates the annual cost at Kr. 12 million; after that, the cost is expected to rise gradually. When fully developed, the system is estimated to involve an annual cost of Kr. 20 million. These costs can only be estimated tentatively on the basis of the known costs of existing EDP installations, and the estimates comprise no provision for interest and amortisation of initial costs.

Chapter IV contains a discussion of problems arising from the transition to the new system. The Committee proposes that the system be implemented by successive stages, starting with all new series of bond loans. When the necessary experience has been acquired, circulating bonds of old series will be called in for obligatory registration by the Centre. In a later phase the scope of the Centre's activities will be extended to cover shares quoted on the Copenhagen Stock Exchange.

Chapter V deals with legal problems arising from the proposed system. The starting point of the Committee's deliberations was the Danish Bonds Act of 1938. This Act, however, which corresponds

to similar legislation in the other Scandinavian countries, is clearly centered, on the physical document or security. As the principal feature of the new system is the proposal for abolition of physical instruments, the Committee found, for several reasons, that the main legal problems would have to be settled by a separate act of parliament. Amendments or additions to the Bonds Act comes within the scope of the intra-Scandinavian legislative co-operation and partly because the establishment of a Securities Centre involves an innovation in the field of bonds of such import that the Committee found it preferable, also for this reason, to propose that the activities of the Centre be formalised by separate legislation.

In Chapter VI the Committee presents a proposal for such legislation.

The Draft Bill states the basic rules governing the management, activities and financing of the Securities Centre. There are also proposals for penalties designed to prevent abuse of the information available at the Centre. Further the proposed Act contains rules governing the legal effects of registration. Very briefly, these rules imply that registration will have the same legal consequences as those existing under the Bonds Act regarding transfers of securities from one holder to another; account holders whose securities are deposited with mortgage-credit institutes, public authorities or companies in which they own securities will also obtain the same legal status as they had by holding the physical securities or the coupons attached to them. Hence, there will be no formal change in the rules in the Bonds Act. These rules will continue to apply to all securities and ordinary claims which do not come within the scope of the new system, but physical securities covered by the new system will become superfluous.

Transitional rules will give the present bond holders a reasonable respite to bring their securities into conformity with the new system. The transitional rules also provide for certain exemptions, notably for loans raised abroad.

The Committee's findings may be briefly summarised as follows: It will be useful to introduce a system abolishing bonds and quoted shares; no significant technical or legal problems are expected to

arise from such a system; financially, the most economical procedure will be to establish a Securities Centre through which bonds and shares are issued and which handles all operations involving deposits of securities and recording of transactions in securities.

Chapter VI.

Draft Bill on a Securities Centre.

Section 1 (1) Securities to be quoted on the Copenhagen Stock Exchange shall be issued through a Securities Centre, which shall register such securities and dealings in them.

(2) Under this system, the Securities Centre may permit registration of other similar securities.

Section 2 The Securities Centre shall be a non-profit self-governing institution. Rules governing the Securities Centre shall be laid down by the Centre's board of Directors in a Statute approved by the Minister of Housing. Amendments to the Statute shall also be subject to approval by the Minister of Housing.

Management.

Section 3 (1) The highest level of management of the Securities Centre's activities shall be a Board of Directors appointed by the Minister of Housing. The Board shall consist of a chairman and ten other members appointed for three-year terms of office: Four members shall be nominated by organisations representing the issuers of registered securities; four members shall be nominated by organisations representing the dealers in securities; one member shall be nominated by the Central Bank (Danmarks Nationalbank), and one member shall be appointed for the special purpose of looking after the interests of the owners of registered securities.

(2) Similarly, the Minister of Housing shall appoint a deputy chairman and deputies for each of the other members of the Board of Directors.

Section 4 The Board of Directors shall appoint a Board of Managers to manage the current activities of the Securities Centre. In managing these activities the Board of Managers shall take reasonable care, acting in conformity with directives given by the Board of Directors.

Section 5 Separate departments may be established under the Securities Centre. Such departments, acting on behalf of the Centre, shall take part in one or several of its functions. The legal effect or registrations shall, however, be governed by the rules laid down in sections 7-12 below.

Receipts.

Section 6 The Securities Centre shall issue receipts to owners of registered securities. A statement of account shall be attached to every receipt, listing the securities registered on the date when the statement was made out.

Legal effects of registration.

Section 7 Payment in full discharge may be made in conformity with the Centre's general terms and the special terms registered for securities.

Section 8 (1) Transfers of registered securities by way of sale or pledge shall be recorded in the Securities Centre in order to become valid against the transferor's creditors and bona fide transferees.

(2) An agreement or proceedings by a creditor cannot invalidate an unregistered right unless such agreement or action itself has been registered, and the acquiring party to the agreement must be acting in good faith.

(3) The legal effect of a transfer shall commence from the time when it is notified to the Securities Centre. If mutually con-

flicting rights are notified on the same day, they shall be regarded as having been notified simultaneously; they shall be registered provisionally, but they will be deleted if the matter is not settled within a time-limit fixed by the Securities Centre.

Section 9 When a transfer has been registered in the Securities Centre, the transferee's right shall not be invalid even if the transferor was legally incompetent or had no right to make the transfer, unless the transferee was aware of this or failed to act with reasonable care.

Section 10 The Securities Centre shall notify registrations both to holders of registered rights and to parties notifying such rights, or inform these parties of any fact in the register which will prevent the transfer.

Section 11 The rules in Sections 15-18 of the Bonds Act shall apply to registered rights mutatis mutandis, except that registration of the right shall replace possession.

Section 12 Registered rights shall become statute-barred according to the general rules of law.

Secrecy.

Section 13 (1) Any person passing on or making unauthorised use of information which has come to his knowledge by way of his connection with the Securities Centre shall be punishable by fine, simple detention or ordinary imprisonment for up to two years.

(2) Corresponding penalties shall be applicable to persons who, without having taken part in the offence, obtains or makes unauthorised use of such information.

(3) Offences shall be prosecuted by the police. The legal remedies provided for in the Administration of Justice Act, Chapters 68, 69, 71 and 72, shall apply in the same way as the apply to offences prosecuted by the Public Prosecutor.

Finance.

Section 14 The costs incidental to the establishment and activities of the Securities Centre shall be defrayed by the participating authorities, institutes and companies in proportion to the amounts of registered securities and the amounts of trading under rules to be specified in the Statute of the Securities Centre.

Section 15 The Centre's annual accounts shall be approved by the Board of Directors. The accounts, etc. shall be examined by a state-certified public accountant appointed by the Centre's Board of Directors. After the approval and audit, the accounts shall be published.

Section 16 The Securities Centre shall be liable to pay damages for any loss arising from errors in connection with registration of rights, even if such errors were accidental. If the person who has suffered the loss was a party to the error, deliberately or inadvertently, the damages may be reduced or cancelled.

Entry into force and transitional provisions.

Section 17 (1) This Act shall enter into force on . . . 1979. The application of the rule requiring quoted shares to be issued and registered through the Securities Centre may, however, be deferred by the Minister of Housing.

(2) Under rules to be promulgated by the Minister of Housing, quoted securities issued before the Act enters into force shall be called in for registration in the Centre, subject to a notice of not less than two years. For securities registered in the registration departments of mortgage-credit institutes when the Act enters into force, the notice may be reduced to six months.

(3) On the expiry of the respite referred to in the first sentence of sub-section (2), disbursement of interest and dividend on quoted securities which have been called in but not yet registered,

shall be subject to the condition that the securities shall be registered in the Centre at the same time.

(4) Sub-sections (2) and (3) shall apply mutatis mutandis to cases where permission is granted for registration of the securities referred to in section 1 (2) and of securities which are not admitted for quotation on the Copenhagen Stock Exchange until after they have been issued.

Section 18 Premium lottery bonds issued by the government in pursuance of Act No. 123 of 23 March 1948 as amended, Act No. 277 of 9 June 1948 as amended, Act No. 326 of 28 November 1958 as amended, Act No. 208 of 4 June 1965 as amended, Act No. 213 of 23 May 1969 and Act No. 37 of 26 January 1977, shall not be called in for registration in the Centre.

Section 19 (1) Foreign securities shall not come within the purview of this Act.

(2) On the recommendation of the Securities Centre the Minister of Housing may order that securities which have been, or will be, issued in connection with foreign loans or capital imports, shall not come within the purview of this Act, even if such securities are admitted for quotation on the Copenhagen Stock Exchange at the time of issue or later.

Section 20 The Minister of Housing shall promulgate rules governing the activities of the Securities Centre.

Section 21 (1) This Act shall not apply to Greenland.

(2) The Minister of Housing may approve deviations from the provisions of this Act to such extent as may be required in connection with issuance of quoted securities on the Faroe Islands.