DANMARKS NATIONALBANK

DANMARKS NATIONALBANK WORKING PAPERS

2004 • 20

Niels C. Andersen

Danmarks Nationalbank

Clearing og afvikling i et retligt perspektiv

Juli 2004

The Working Papers of Danmarks Nationalbank describe research and development, often still ongoing, as a contribution to the professional debate.

The viewpoints and conclusions stated are the responsibility of the individual contributors, and do not necessarily reflect the views of Danmarks Nationalbank.

As a general rule, Working Papers are not translated, but are available in the original language used by the contributor.

Danmarks Nationalbank's Working Papers are published in PDF format at www.nationalbanken.dk. A free electronic subscription is also available at this Web site.

The subscriber receives an e-mail notification whenever a new Working Paper is published.

Please direct any enquiries to
Danmarks Nationalbank, Information Desk, Havnegade 5, DK-1093 Copenhagen K Denmark
Tel.: +45 33 63 70 00 (direct) or +45 33 63 63 63
Fax : +45 33 63 71 03
E-mail:info@nationalbanken.dk

Nationalbankens Working Papers beskriver forsknings- og udviklingsarbejde, ofte af foreløbig karakter, med henblik på at bidrage til en faglig debat.

Synspunkter og konklusioner står for forfatternes regning og er derfor ikke nødvendigvis udtryk for Nationalbankens holdninger.

Working Papers vil som regel ikke blive oversat, men vil kun foreligge på det sprog, forfatterne har brugt.

Danmarks Nationalbanks Working Papers er tilgængelige på Internettet www.nationalbanken.dk i pdf-format. På webstedet er det muligt at oprette et gratis elektronisk abonnement, der leverer en e-mail notifikation ved enhver udgivelse af et Working Paper.

Henvendelser kan rettes til :
Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K.
Telefon: 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
E-mail: info@nationalbanken.dk

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Working Papers - såvel elektronisk som i papirform - forudsat, at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

ISSN (trykt/print) 1602-1185

ISSN (online) 1602-119

Resumé

I denne artikel beskrives, hvordan de to mest kendte clearing- og afviklingssystemer i Danmark, VP-afviklingen og Sumclearingen, virker i praksis, ligesom det analyseres, hvordan de retlige regler i værdipapirhandelsloven, VPHL, baseret på direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer fungerer i forhold til VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet. En funktionalitet der for begge systemer omfatter nettoafvikling (multilateral netting).

Beskrivelsen af de to systemer redegør udover selve afviklingskørslerne for systemernes aftalegrundlag samt konceptet for pengeafvikling i Nationalbanken. Det konkluderes, at begge systemer har indgået en aftale om netting med deres deltagere, der lever op til kravene i VPHL, ligesom tidspunkterne for, hvornår overførselsordrer er endeligt indgået i systemerne, identificeres.

I et særskilt afsnit beskrives det væsentlige link etableret mellem Værdipapircentralen og Euroclear i Belgien, herunder hvordan clearing og afvikling af handler mellem VP-deltagere og deltagere i Euroclear, hvor danske værdipapirer elektronisk "flyttes" til Belgien eller tilbage igen, gennemføres.

Afslutningsvis analyseres, hvad der rent faktisk sker i henholdsvis VP-afviklingen og Sumclearingen, hvis en deltager går konkurs. Det konkluderes, at både VP-afviklingen og Sumclearingen er struktureret på en måde, så der i alle typetilfælde er klarhed over, hvad de retlige og praktiske konsekvenser af en deltagers konkurs vil være. Dette er helt afgørende af hensyn til de øvrige deltageres mulighed for at indrette sig herpå.

Litteraturlisten indeholder en oversigt over relevante hjemmesider, ligesom der er udarbejdet en ordliste over nogle af de væsentligste begreber anvendt i artiklen.

Abstract

This paper describes how the two most important clearing and settlement systems in Denmark, VP and the Sumclearing, work in practice. Further it analyses, how the legal framework in the Securities Trading Act, STA, based on directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems works in relation to the functionality of VP and the Sumclearing. The functionality for both systems encompasses net settlement (multilateral netting).

The description of the two systems explains not only the multiple batches processing in the systems, but also the systems terms and conditions and the cash settlement in Danmarks Nationalbank. The conclusion is that both systems have entered into fully valid and binding agreements of multilateral netting with its participants according to the requirements in STA. Further the moments, when transfer orders become binding and irrevocable, are identified.

In a separate section the important link established between VP Securities Services and Euroclear in Belgium is described, including an elaboration of the cross-system settlement of trades between participants of VP Securities Services and Euroclear, whereby Danish book entry securities electronically are "moved" to Belgium or back again.

Finally the paper analyses what happens in case a participant of VP or the Sumclearing is declared bankrupt. The conclusion is that both VP and the Sumclearing are structured in a way, so the legal and practical consequences of a participant's bankruptcy are predictable in all standard cases. For the other participants this is crucial for the possibility to adapt to the situation.

The bibliography contains a list of relevant homepages, and a glossary of some of the most important terms in the paper has been compiled.

Clearing og afvikling i et retligt perspektiv

1. Indledning

I denne artikel beskrives de to mest kendte og systemisk vigtige clearing- og afviklingssystemer i Danmark, VP-afviklingen, der er et værdipapirafviklingssystem, og Sumclearingen, der er et betalingssystem, ligesom de retlige implikationer af systemernes opbygning analyseres[1].

Systemisk risiko defineres typisk som risikoen for, at et finansielt instituts manglende opfyldelse af sine forpligtelser ved forfald medfører, at andre finansielle institutter ikke kan opfylde sine forpligtelser ved forfald. Både betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer med en vis markedsandel målt på værdien og antallet af transaktioner kan skabe afgørende kredit- og likviditetsrisici for deltagerne, hvorfor de betegnes som systemisk vigtige.

Ved clearing forstås opgørelse af forpligtelser og rettigheder forud for en aftalt udveksling af ydelser, og ved afvikling forstås udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser[2].

Ved VP-afviklingen forstås i denne artikel alene clearing og afvikling af værdipapirhandler, idet periodiske kørsler til afvikling af bl.a. renter, udbytter og udtrækninger ikke behandles.

VP-afviklingen drives af Værdipapircentralen A/S, VP[3]. VP's væsentligste opgaver er at forestå elektronisk udstedelse af værdipapirer, at registrere ejerforhold og rettigheder samt at forestå clearing og afvikling af værdipapirhandler[4]. Det er den sidstnævnte funktion, der alene vil blive fokuseret på i denne artikel.

VP-afviklingen er et clearingsystem, hvor der sker nettoafvikling[5] (multilateral netting) på både penge- og værdipapirsiden, dvs. alle betalinger til og fra deltagerne lægges sammen til én betaling pr. deltager pr. kørsel, der afvikles over deltagernes VP-afviklingskonti i Nationalbanken, ligesom nettovirkningen af de godkendte handler op- eller nedskrives med én postering pr. fondskode på de berørte værdipapirkonti i VP.

Sumclearingen varetages af Finansrådet med PBS A/S, PBS[6], som operatør. I Sumclearingen cleares og afvikles beregnede nettostillinger mellem deltagerne på baggrund af den dokumentløse

---

[1] Selv om de to systemer betegnes henholdsvis Sum*clearingen* og VP-*afviklingen*, så omfatter begge systemer både clearing og afvikling.

[2] Se også definitionerne i værdipapirhandelsloven § 50, stk. 1 og 2. Værdipapirhandelsloven, lovbekendtgørelse nr. 1269 af 19. december 2003 med senere ændringer, forkortes i det følgende VPHL.

[3] VP har et de facto monopol på udstedelse og opbevaring af fondsaktiver som defineret i VPHL § 59, dvs. omsættelige dematerialiserede værdipapirer, såvel noterede som unoterede, samt afviklingen heraf, ligesom udenlandske værdipapirer kan udstedes og opbevares som fondsaktiver i VP. Se nærmere VP's hjemmeside, www.vp.dk.

[4] I 2003 omsattes for nominelt 31.056 mia.kr. obligationer og nominelt 397 mia.kr. aktier i VP fordelt på henholdsvis 1,6 mio. og 4,6 mio. transaktioner. Markedsværdien af omsætningen af henholdsvis obligationerne og aktierne udgjorde 27.973 mia.kr. og 1.420 mia.kr. Der var ultimo 2003 i alt udstedt obligationer for nominelt 2.447 mia.kr. og aktier for 344 mia.kr. med en markedsværdi på henholdsvis 2.569 mia.kr. og 1.034 mia.kr. Se for flere tal VP's hjemmeside www.vp.dk.

[5] Det er muligt uden for VP's afviklingsblokke mellem kl. 07.00 og kl. 15.30 at foretage bruttoafvikling, hvor VP først kontrollerer, om sælger har dækning for det indrapporterede salg, hvorefter papirerne reserveres, mens det kontrolleres, om køber har dækning for betalingen af det indrapporterede køb. I positivt fald afvikles handlen ved samtidig registrering på den relevante værdipapirkonto og den relevante pengekonto. Retsvirkningstidspunktet regnes fra transaktionens bindende indrapportering, jf. afsnit 3.1.3. Bruttoafvikling vil ikke blive behandlet nærmere i denne artikel, men vil dog sporadisk blive omtalt i beskrivelserne af VP-afviklingen og Sumclearingen.

[6] Oplysninger om PBS kan findes på PBS's hjemmeside, www.pbs.dk.

clearing og PBS-clearingen[7]. I den dokumentløse clearing behandles detailtransaktioner i pengeinstitutterne, som involverer konti i andre pengeinstitutter, hvor debettransaktionerne bl.a. er check- og hævekorttransaktioner, mens kredittransaktionerne bl.a. er indbetalingskort. I PBS-clearingen behandles detailtransaktioner, der er sket på baggrund af PBS's produkter, dvs. bl.a. BetalingsService og Dataløn samt Dankorttransaktioner[8].

Sumclearingen er ligesom VP-afviklingen et clearingsystem, hvor der sker nettoafvikling (multilateral netting), dvs. alle betalinger til og fra deltagerne lægges sammen til én betaling pr. deltager pr. kørsel, der afvikles over deltagernes afviklingskonti for Sumclearingen i Nationalbanken[9].

1.1 Formål og afgrænsning

Det er artiklens mål at beskrive, hvordan VP-afviklingen og Sumclearingen fungerer i praksis samt at analysere, hvorledes de retlige regler i VPHL kap. 18 (specielt § 57 og §§ 57c-57e), der finder anvendelse på sådanne systemer, fungerer i forhold til VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet.

En række nært beslægtede områder vil således ikke blive behandlet i artiklen.

Det drejer sig for det første om VP's registreringsvirksomhed, for hvilken der gælder en udførlig regulering i VPHL's afsnit IV om registrering (§§ 59-82)[10], ligesom den retlige status af registrering af et værdipapir på en VP-konto[11] ikke behandles.

I Danmark har en investor typisk et kontoførende institut, der administrerer investors VP-konto. Det kontoførende institut er som regel et pengeinstitut. Pengeinstituttet er ikke i denne forbindelse en depotbank, og investor har et direkte ejerskab til værdipapirerne registreret på investors VP-konto. En investor har dermed som udgangspunkt ingen konkursrisiko på det kontoførende institut eller VP. Denne struktur, som også er kendt i de andre Skandinaviske lande, er helt særegen[12]. Om muligheden for opbevaring af kunders værdipapirer i samme depot

---

[7] Sumclearingen omfatter alene den clearing, der varetages af PBS på vegne af Finansrådet, samt den afvikling, der sker i Nationalbanken. Den dokumentløse clearing og PBS-clearingen henregnes ikke hertil.

[8] I henhold til Finansanalyse 13, Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansrådet, September 2001 gennemføres over 800 mio. transaktioner i Sumclearingen om året med en omsætning på mere end 4.200 mia.kr. Analysen findes på Finansrådets hjemmeside www.finansraadet.dk.

[9] Dette skal ses i modsætning til fx KRONOS, der er Nationalbankens realtidsbruttoafviklingssystem, RTGS-system, for krone- og eurobetalinger. RTGS-systemer giver deltagerne mulighed for at foretage online betalinger fra egne konti til andre deltageres konti. I danske kroner kan bruttobeløb mellem pengeinstitutter i KRONOS overføres mellem kl. 07.00 og kl. 15.30. De enkelte betalinger afvikles øjeblikkeligt og endeligt på kontiene, hvilket principielt eliminerer kreditrisikoen for modtageren.

[10] Se herom bl.a. Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 2003, kapitel 6 samt Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003, kapitel 4, afsnit 7.

[11] Værdipapirer registreret på en konto som eneste bevis på rettigheder til værdipapirerne omtales ofte elektroniske værdipapirer eller book entry securities. Elektroniske værdipapirer omfatter både værdipapirer, der fra udstedelsen har været papirløse, dematerialiserede, så som udstedelser direkte i VP, og immobiliserede værdipapirer, hvor der fx ligger en fysisk global note deponeret hos en depotbank til grund for efterfølgende elektroniske registreringer af ejerskab til denne global note.

[12] Finansielle investorer i andre lande kan naturligvis ikke leve med evt. alene at have et kontraktretligt krav på en depotbank eller Central Securities Depository, CSD, i tilfælde af konkurs, og da de fleste lande har forskellige regimer på dette område, er der nu taget en række initiativer med henblik på harmonisering. UNIDROIT er begyndt arbejdet frem mod en international konvention, og i august 2003 barslede en af UNIDROIT nedsat arbejdsgruppe med sit første holdningspapir med titlen Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities. Se nærmere om UNIDROIT og det nye initiativ www.unidroit.org. På EU plan har Giovannini-gruppen i Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003 foreslået et såkaldt EU Securities Account Certainty project med henblik på udarbejdelsen af en EU retsakt på området. Rapporten er tilgængelig på *www.europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini_en.htm*. Projektet støttes bl.a. af European Financial Markets Lawyers Group, EFMLG, en gruppe etableret i regi af den Europæiske Centralbank, ECB, se rapporten Harmonisation

(samledepot) se den særlige regulering i lov om finansiel virksomhed, lovbekendtgørelse nr. 686 af 25. juni 2004, § 72, stk. 3 og 7 (tidligere VPHL § 6, stk. 3 og 4) bl.a. omtalt af Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.2.3.

For det andet vil reglerne om virksomhedskrav og tilladelse til værdipapirclearingvirksomhed, jf. kapitel 3 i VPHL (§§ 7-15), samt reglerne om clearingvirksomhed i kapitel 15 (§§ 50-53), tilslutning i kapitel 16 (§ 54) samt risikoafdækning (panteret) i kapitel 17 (§§ 55-56) ikke blive behandlet[13], bortset fra de konkrete regler om clearing og afvikling, som VP skal fastsætte i henhold til § 52, samt de tilslutningsaftaler, som VP skal indgå med deltagerne om deres rettigheder og forpligtelser i henhold til § 54, stk. 1.

På tilsvarende vis vil reglerne for registrering af et betalingssystem i VPHL § 57a ikke blive behandlet, bortset fra de konkrete regler for Sumclearingen, som Finansrådet skal fastsætte i henhold til § 57a, stk. 2, samt de tilslutningsaftaler, som Finansrådet skal indgå med deltagerne om deres rettigheder og forpligtelser ligeledes i henhold til § 57a, stk. 2.

Endvidere vil de særlige regler i VPHL § 57b om omstødelse og realisation af sikkerhedsstillelse overfor Danmarks Nationalbank, clearingcentraler, betalingssystemer eller deltagere i sådanne systemer ikke blive behandlet.[14]

Sidst, men ikke mindst, vil Nationalbankens overvågningsforpligtelse ikke blive behandlet.

Verden over er centralbankerne blevet tillagt rollen med at overvåge betalings- og værdipapirafviklingssystemer med henblik på at bidrage til deres stabilitet og effektivitet[15]. Overvågning adskiller sig fra finansielt tilsyn ved at rette sig mod selve systemet og ikke de juridiske enheder, der indgår i systemet (operatøren, deltagerne mv.). Overvågningen sker typisk i henhold til internationalt anerkendte standarder og anbefalinger. Nationalbanken overvåger VP-afviklingen og Sumclearingen med udgangspunkt i henholdsvis Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001 udgivet af International Organisation of Securities Commissions, IOSCO, og Bank of International Settlements, BIS, og Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Januar 2001 udgivet af BIS[16].

---

of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union, Juni 2003 tilgængelig på www.efmlg.org. Kommissionen har i sin anden kommunikation til Rådet og Parlamentet om clearing og afvikling i EU med titlen Clearing and settlement in the European Union – The way forward, COM (2004) 312 af 28. april 2004, tilkendegivet at ville nedsætte en arbejdsgruppe til gennemførelse af Giovannini-gruppens foreslåede EU Securities Account Certainty project. Kommunikationen er sendt i offentlig høring med frist for kommentarer den 30. juli 2004, hvorefter Kommissionen forventer at tage endelig stilling i løbet af 2005. Kommunikationen er tilgængelig på *www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm*.

[13] Se herom bl.a. Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 1. udg. 2003, kapitel 5 samt Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003, kapitel 4, afsnit 3 og afsnit 6.

[14] Se herom bl.a. Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.

[15] I Europa er der for tiden fokus på stabiliteten og effektiviteten af clearing og afvikling af særligt værdipapirer, ikke mindst grænseoverskridende, illustreret ved en række rapporter, hvoraf kan nævnes (1) Giovannini-gruppen, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, April 2003 og forløberen Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, November 2001, (2) The European System of Central Banks, ESCB, and Committee of European Securities Regulators, CESR, Consultative Report, Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, Juli 2003, se www.cesr-eu.org eller www.ecb.int, (3) Kommissionens anden kommunikation til Rådet og Parlamentet med titlen Clearing and settlement in the European Union – The way forward, COM (2004) 312 af 28. april 2004, og forløberen Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges, COM (2002) 257 af 28. maj 2002, samt (4) Clearing og oppgjør i Norden – særlig om forholdet til Giovannini-rapporten av november 2001, Rapport udarbejdet i regi af Nordisk Ministerråd, Januar 2004, se www.odin.dep.no/fin/norsk/publ/utredninger/andre/index-b-n-a.html.

[16] Begge standarder kan findes på BIS's hjemmeside, www.bis.org. Nationalbanken har i forbindelse med sin overvågning af Sumclearingen udarbejdet en rapport Gennemgang af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Maj 2002, der ligger på Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk, under betalingsformidling. Se nærmere om Nationalbankens overvågning artiklen Danmarks Nationalbanks overvågning af betalings- og værdipapirafviklingssystemer, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt,

Både Sumclearingen samt VP-afviklingen gennemføres i danske kroner og euro[17], men i det følgende tages alene udgangspunkt i danske kroner, idet principperne for begge valutaer er de samme.

1.2 Systematik

Afsnit 2 indeholder en beskrivelse af de relevante retlige regler for clearing og afvikling med udgangspunkt i direktivet om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapir-afviklingssystemer, 98/26/EF, der er implementeret i VPHL's kapitel 18 om betalingssystemer, netting mv.

Afsnit 3 indeholder en beskrivelse af VP-afviklingen og Sumclearingen, herunder af aftalegrundlaget samt sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken, ligesom VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet sammenholdes med de retlige regler beskrevet i afsnit 2.

Afsnit 4 fokuserer på VP-afviklingen i forhold til det væsentlige link, som er etableret mellem VP og Euroclear, EOC, i Belgien[18].

Afsnit 5 fokuserer på konsekvensen i de to systemer, hvis en deltager går konkurs.

Afsnit 6 er en litteraturliste samt oversigt over relevante hjemmesider.

Afsnit 7 er en ordliste over nogle af de væsentligste begreber anvendt i artiklen.

2. De retlige regler[19]

Direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer blev vedtaget i maj 1998 efter artikel 100A (nu 95) i EF-traktaten med henblik på at få arrangementer for grænseoverskridende betalinger og værdipapirafvikling i Fællesskabet til at fungere problemløst[20]. For at mindske den systembetingede risiko fokuserer direktivet hovedsageligt på to ting, nemlig at

---

2. kvartal 2001, der ligger på Nationalbankens hjemmeside under publikationer. Nationalbanken har bl.a. indgået en aftale med Finanstilsynet, der fastlægger rammerne for samarbejdet mellem Nationalbanken og Finanstilsynet i relation til betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer.

[17] Afvikling af periodiske betalinger i VP kan udover danske kroner og euro ske i svenske kroner og islandske kroner. De to sidstnævnte valutaer skyldes link til henholdsvis den svenske værdipapircentral, VPC, samt den islandske, VS, idet VP skal distribuere periodiske betalinger til de investorer i VP, der holder svenske eller islandske værdipapirer via linket. Endvidere findes en række udstedelser af svenske værdipapirer direkte registreret i VP og noteret på Københavns Fondsbørs. Linket til Euroclear, EOC, har ikke afstedkommet periodiske kørsler i VP i andre valutaer, idet linket kun er envejs fra VP til EOC. Det betyder, at fondsaktiver registreret i VP elektronisk kan "flyttes" til EOC via EOC's samledepot i VP og dermed opbevares og handles i Belgien, mens det modsatte ikke er tilfældet, jf. afsnit 4.

[18] EOC er sammen med Clearstream Luxembourg de eneste to International Central Securities Depositories, ICSDs, i EU. VP har også etableret et link til Clearstream Luxembourg, men det vil ikke blive behandlet i denne artikel. I forhold til en Central Securities Depository, CSD, som VP er en ICSD kendetegnet ved at cleare og afvikle internationale værdipapirer eller grænseoverskridende transaktioner i lokale værdipapirer via links til lokale CSDs. Markedsværdien af omsætningen for alle typer værdipapirer i EOC i 2003 var 118,1 trillioner euro. I VP er det tilsvarende tal i underkanten af 30.000 mia.kr. Se www.euroclear.com for flere oplysninger om EOC.

[19] Som nævnt i afsnit 1.1 vil VPHL § 57a om registrering af betalingssystemer samt VPHL § 57b om sikkerhedsstillelse ikke blive behandlet.

[20] Se nærmere Peter M. Restelli-Nielsen og Ulla Sterkel, Finality-direktivet, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998. Direktivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 283 af 26. april 2000 med ikrafttræden 1. maj 2000. Se nærmere om den danske implementering Christian Dahl Hesthaven, Netting i et insolvensretligt perspektiv, Rettid 2002, Specialeafhandling 6, s. 14ff. Artiklen er tilgængelig på www.rettid.dk.

afregningen i sådanne systemer er endelig, og at der kan ske fyldestgørelse i stillet sikkerhed[21], uanset en deltagers eventuelle insolvens. Endvidere blev der indført en tingsretlig lovvalgsregel for dematerialiserede værdipapirer.

Lovvalgsreglen i direktivets artikel 9.2 gælder alene inden for direktivets anvendelsesområde, men i bemærkningerne til den danske gennemførelseslov, lov nr. 283 af 26. april 2000, anføres, at direktivets lovvalgsregel er en kodificering af gældende dansk ret som beskrevet i den juridiske litteratur, hvorfor der ikke kan sluttes modsætningsvist uden for direktivets anvendelsesområde. Se nu også lovvalgsreglen i direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, 2002/47/EF, artikel 9, der udvider anvendelsesområdet for lovvalgsreglen til dette direktivs anvendelsesområde[22]. Efter implementeringen af sidstnævnte direktiv ved lov nr. 1171 af 19. december 2003 er det tingsretlige lovvalg pr. 1. januar 2004 udskilt til et særligt kapital 18b i VPHL, der kun indeholder en bestemmelse, § 58n. Ordlyden og opbygningen af de to direktivbestemmelser afviger noget fra hinanden, men i henhold til præambel 7 i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse er der ikke tvivl om, at det har været hensigten at angive de samme kriterier for lovvalget, nemlig en præcisering af lex rei sitae princippet til det sted, hvor den relevante værdipapirkonto føres. Det kan naturligvis diskuteres, om det er lige til at afgøre, hvor en konto føres, herunder hvad der er afgørende for, hvor en konto menes at befinde sig. Haag-konventionen om lovvalg for visse rettigheder til værdipapirer holdt af en mellemmand, der blev forhandlet færdig 13. december 2002, men som endnu ikke er ratificeret af hverken Danmark eller EU, forsøger mere detaljeret at løse lovvalgsproblemet på globalt plan, og konventionen vil, når den engang træder i kraft, formentlig medføre ændring af lovvalgsreglerne i både direktivet om endelig afregning og direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, ligesom § 58n vil blive ændret[23].

Hensynet bag direktivet er således ikke at beskytte deltagerne i systemet, men at beskytte selve systemet mod følgerne af en deltagers insolvens. Dette opnås ved at fastslå, at overførselsordrer og netting[24] har retsvirkning og er bindende for 3. mand, selv i tilfælde af insolvensbehandling[25] mod en deltager, såfremt overførselsordrerne var indgået i systemet inden tidspunktet for insolvensbehandlingens indledning, jf. artikel 3.1[26]. Et konkursbo afskæres således fra at gribe ind i afviklingen ved at gøre indtrædelsesretten, jf. konkurslovens kapitel 7 om gensidigt bebyrdende aftaler, gældende og fx vedgå visse handler, der har vist sig fordelagtige, og fragå de øvrige.

I artikel 3.3 fastslås, at det er det pågældende systems regler, der afgør, hvornår en overførselsordre er indgået i systemet. Som supplement er det i artikel 5 fastslået, at en overførselsordre hverken kan tilbagekaldes af en deltager eller en 3. mand[27] efter et bestemt tidspunkt, der er fastsat i systemets regler.

---

[21] Sikkerhedsstillelse med henblik på fremskaffelse af afviklingslikviditet er helt normalt og foregår typisk i regi af Nationalbanken. Se afsnit 3.1.2 og afsnit 3.2.2 samt Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.

[22] Direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse har hjemmel i EF-traktatens artikel 95. Dets formål er at understøtte effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse ved bilaterale mellemværender. Direktivet gælder som minimum for alle finansielle institutioner, herunder centralbanker. Se om den danske implementering bemærkningerne til lovforslag nr. 11 af 8. oktober 2003 om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse.

[23] Se nærmere om konventionen på hjemmesiden for Haag-konferencen, www.hcch.net, med reference til konvention nr. 36 samt bemærkningerne til lovforslag nr. 11 af 8. oktober 2003 om gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse.

[24] Direktivet forudsætter, at der er tale om netting mellem deltagere i et system, og som udgangspunkt skal et system have mindst 3 deltagere, jf. direktivets artikel 2.1, litra a), hvorfor direktivet ved brug af begrebet netting forstår multilateral netting.

[25] Direktivets definition af insolvensbehandling, jf. artikel 2.1, litra j), er ved den danske implementering blevet fortolket som dækkende konkurs, betalingsstandsning og tvangsakkord.

[26] Direktivet beskytter dog ikke mod omstødelse uden for systemet, dvs. at en ellers omstødelig værdipapirhandel eller betaling ikke bliver beskyttet mod omstødelse, blot fordi transaktionen er indgået endeligt i systemet og gennemføres på trods af en deltagers mellemliggende insolvens, jf. direktivets præambel 13.

[27] Ved 3. mand tænkes fx. på en deltagers konkursbo, hvis en deltager i en transaktion erklæres konkurs inden afviklingen er gennemført.

Artikel 6.1 fastslår, at tidspunktet for en insolvensbehandlings begyndelse er det tidspunkt, hvor den kompetente myndighed træffer afgørelse herom[28].

I direktivets artikel 6.2 og 6.3 er endvidere fastsat en underretningsprocedure, hvorefter et medlemsland skal sikre, at i tilfælde af en insolvensbehandling mod en deltager i et anmeldt system, skal der straks gives meddelelse til de øvrige medlemslande. Disse bestemmelser blev oprindeligt ikke implementeret i dansk ret ud fra en betragtning om, at offentlige myndigheder i Danmark under alle omstændigheder må antages at leve op til en direktivbaseret pligt, men i forbindelse med implementering af direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse pr. 1. januar 2004 er der nu indsat en konkret bestemmelse i VPHL § 57d, stk. 3, hvorefter skifteretten skal orientere Finanstilsynet, der derefter straks giver meddelelse til de øvrige medlemslande, samt lande, som Fællesskabet har indgået aftale med, bl.a. EØS-landene. Det pudsige ved den nye bestemmelse er, at den alene omfatter deltagere i systemer omfattet af VPHL § 57d, stk. 2, dvs. danske systemer anmeldt til Kommissionen, selv om de øvrige medlemslande må antages at være langt mere interesserede i at vide, om danske deltagere i deres anmeldte systemer er undergivet insolvensbehandling.

Dansk ret har siden 1. januar 1996 i VPHL § 57 haft en bestemmelse om multilateral netting i relation til værdipapirafviklingssystemer og betalingssystemer[29], hvorefter en aftale om multilateral netting med retsvirkning for boet og kreditorerne kan indeholde en bestemmelse om, at de fordringer, der er anmeldt til systemet, skal slutafregnes eller tilbageføres i deres helhed[30], såfremt en af parterne erklæres konkurs eller der anmeldes betalingsstandsning eller åbnes tvangsakkord. De eneste betingelser herfor er, at aftalen anmeldes til Finanstilsynet, samt at den indeholder objektive betingelser for, i hvilke tilfælde fordringerne enten opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller tilbageføres i deres helhed[31].

I forbindelse med den danske implementering af direktivet om endelig afregning er der ikke ændret på disse betingelser, idet det til implementering af artikel 3.3 og artikel 5 dog i VPHL § 57c er præciseret, at det af et værdipapirafviklingssystems eller betalingssystems regler og tilslutningsaftaler skal fremgå, hvornår en overførselsordre er indgået i systemet, samt tidspunktet eller tidspunkterne for, hvornår en overførselsordre, der er indgået i systemet, ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller af en 3. mand.

Beskyttelsen af overførselsordrer og multilateral netting i direktivet suppleres med en generel lovvalgsregel i artikel 8, der sikrer, at en deltagers konkursbo ikke med henvisning til den ellers gældende lex concursus kan hindre gennemførelsen af de aftaler, som den konkursramte deltager har indgået med systemet. Det er i disse tilfælde den lovgivning (konkurslovgivning)[32], som systemet er underlagt, der finder anvendelse[33]. Artikel 8 er implementeret i VPHL § 57e.

Denne kombination af harmonisering med en generel lovvalgsregel er med til at sikre den retlige klarhed på området. Inden for konkursret, som traditionelt hører under den nationale kompetence, har EU ofte valgt alene at løse grænseoverskridende problemer ved indførelse af lovvalgsregler. Som eksempel kan uden for det finansielle

---

[28] I tilslutning hertil indeholder direktivet i artikel 7 et forbud mod insolvensprocedurer med tilbagevirkende kraft, såkaldte "zero-hour" regler, der ikke kendes fra dansk konkursret, hvorfor der ikke er sket særskilt implementering heraf. Sådanne regler kendtes tidligere fra en række andre medlemslande og medførte, at et konkursdekret fx fik virkning tilbage fra døgnets begyndelse, kl. 00.00, og ikke kun fra afsigelsestidspunktet, således at konkursboet kunne anfægte overførselsordrer afviklet i dette tidsrum.

[29] Se nærmere om baggrunden herfor Peter M. Restelli-Nielsen, Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, Maj 1996.

[30] Formuleringen "tilbageføres i deres helhed" udelukker ikke som fx i VP-afviklingen, jf. afsnit 3.1.1 og afsnit 3.1.3.3, at systemet ud fra objektive og på forhånd fastsatte kriterier søger de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til senere afvikling.

[31] Loven angiver ikke nærmere indholdsmæssige krav hertil, men det fremgår af bemærkningerne, at det forudsættes, at der er tale om standardaftaler, som det enkelte system udarbejder, og som tiltrædes af deltagerne, hvilket også er tilfældet for både VP-afviklingen og Sumclearingen, jf. henholdsvis afsnit 3.1.1 og 3.2.1.

[32] Se også direktivets præambel 17.

[33] Det har den store fordel, at et system som udgangspunkt kun skal tilpasse sine procedurer og aftaler til den insolvenslovgivning, der er gældende for systemet.

område nævnes forordning 1346/2000/EF (konkursforordningen), som i de øvrige EU lande trådte i kraft 31. maj 2002[34]. Forordningen berører i det store hele ikke materiel konkursret, men regulerer hvilket lands konkursret, som finder anvendelse ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Inden for det finansielle område er i henhold til indre markeds bestemmelsen i EF-traktatens artikel 47, stk. 2 introduceret to direktiver, direktiv 17/2001/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber samt direktiv 24/2001/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter (winding-up direktiverne), som skal være implementeret i national ret henholdsvis 20. april 2003[35] og 5. maj 2004[36]. Direktiverne regulerer ligesom konkursforordningen aspekter i relation til procedure og lovvalg ved grænseoverskridende insolvensbehandlinger. Hverken konkursforordningen eller winding-up direktiverne indeholder således direkte materiel harmonisering af nationale regler om insolvensbehandling, fx omstødelsesregler. Det gør derimod direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, der omvendt ikke indeholder en lovvalgsregel svarende til artikel 8 i direktivet om endelig afregning.

I henhold til artikel 10 skal hvert medlemsland angive samt meddele til Kommissionen, hvilke systemer, der er omfattet af direktivet, idet medlemslandene i deres nationale implementering skal sikre en gensidig anerkendelse af andre medlemslandes anmeldte og dermed beskyttede systemer[37]. Anmeldelsespligten er implementeret i VPHL § 57d, idet Finanstilsynet efter stk. 1 ved bekendtgørelse skal offentliggøre en liste over de i Danmark godkendte systemer[38], ligesom Finanstilsynet efter stk. 2 skal meddele disse til Kommissionen. Både VP-afviklingen og Sumclearingen er anmeldte systemer.

3. Beskrivelse af VP-afviklingen og Sumclearingen

3.1. VP-afviklingen

3.1.1 Aftalegrundlaget

Aftalegrundlaget for VP-afviklingen består dels i bilaterale tilslutningsaftaler mellem deltagerne og VP, dels af en afviklingsaftale mellem VP og Nationalbanken, der fastsætter de nærmere vilkår for pengeafviklingen i Nationalbanken, samt af Nationalbankens dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i danske kroner, euro, svenske kroner og islandske kroner[39]. De nærmere clearing- og afviklingsregler er samlet i VP's clearingregler[40], der udgør en integreret del af tilslutningsaftalerne[41].

I VP-afviklingen findes flere forskellige typer deltagere[42], idet visse deltagere, typisk pengeinstitutter, har mulighed for at indberette handler både på egne samt kunders vegne. I det følgende tages udgangspunkt i sidstnævnte deltagere. De væsentligste adgangskrav er:

---

[34] Danmark står udenfor på grund af det retlige forbehold, og EU Kommissionen har afvist en dansk anmodning om en parallelaftale. Justitsministeriet har p.t. ingen planer om en ensidig gennemførelse af konkursforordningen i dansk ret.

[35] Se bekendtgørelse nr. 584 af 25. juni 2003, der trådte i kraft 30. juni 2003.

[36] Se bekendtgørelse nr. 674 af 24. juni 2004, der trådte i kraft 27. juni 2004.

[37] Den gensidige anerkendelse er i Danmark sket ved VPHL § 57, stk. 2 samt § 57e, 2. pkt., hvorefter aftaler om netting og lovvalgsreglen i direktivets artikel 8 også har retsvirkning henholdsvis gælder for danske deltagere i udenlandske værdipapirafviklingssystemer og betalingssystemer, der er anmeldt til Kommissionen i medfør af direktivets artikel 10.

[38] Se senest bekendtgørelse nr. 1157 af 13. december 2002.

[39] I det følgende blot omtalt som Nationalbankens dokumentationsgrundlag. Dokumentationsgrundlaget er tilgængeligt på Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk.

[40] VP's clearingregler er udstedt i henhold til VPHL § 52 og § 54, stk. 4. Den seneste version trådte i kraft den 22. december 2003. Reglerne er i overensstemmelse med VPHL § 83, stk. 6 anmeldt til Fondsrådet.

[41] VP's standard tilslutningsaftale samt VP's clearingregler er tilgængelige på VP's hjemmeside, www.vp.dk.

[42] Deltagelse på egne vegne er åben for storkunder, jf. VPHL § 62, stk. 4, udlandscentraler, jf. VPHL § 63, stk. 1, markedsdeltagere fra EU eller lande, med hvilke EU har indgået samarbejdsaftale, under forudsætning af, at de pågældende har hjemlandets tilladelse til at udføre investeringsservice (et såkaldt "europæisk pas") samt markedsdeltagere, der udfører investeringsservice fra andre lande end EU eller lande, med hvilke EU har indgået samarbejdsaftale, under forudsætning af, at de er under offentligt tilsyn.

- Deltageren skal enten være værdipapirhandler[43], clearingcentral[44], eller en af de to institutioner, Finansstyrelsen eller Nationalbanken, jf. i det hele afgrænsningen i VPHL § 54, stk. 2.
- Deltageren skal være tilsluttet VP's registreringsvirksomhed, jf. VPHL afsnit IV om registrering[45].
- Deltageren skal, med mindre deltageren ikke selv er betalingsansvarlig[46], have en foliokonto og en VP-afviklingskonto i Nationalbanken samt være tilsluttet KRONOS[47]. Det lægges i det følgende til grund, at deltageren er betalingsansvarlig.
- Deltageren skal være i stand til at leve op til VP's tekniske krav.

I tilslutningsaftalen indgår en nettingaftale[48], der gælder for samtlige deltagere. Nettingaftalen har følgende ordlyd: "Værdipapirtransaktioner, der forud for centraldeltagerens konkurs, betalingsstandsning eller tvangsakkord er indrapporteret til VP til afvikling inden for et sædvanligt afviklingsforløb i VP, og som i henhold til denne aftale er bindende for clearingparterne (dvs. ikke ensidigt kan annulleres eller tilbagekaldes), vil blive gennemført i overensstemmelse med VP's clearingregler."

Det er en forudsætning for gennemførelsen, at den pågældende deltager har en trækningsadgang i Nationalbanken, jf. afsnit 3.1.2, samt fondsaktiver på de relevante VP-konti, der mindst svarer til deltagerens nettopositioner i afviklingen. Transaktioner med en deltager, der ikke er bindende indrapporteret til afvikling inden den pågældende deltager erklæres konkurs mv., forsøges ikke gennemført.

- *Der er således indgået en aftale om netting med alle deltagerne, der lever op til kravene i VPHL § 57, idet der bl.a. er angivet objektive kriterier for, hvornår transaktioner, der er bindende indrapporteret, vil blive gennemført, jf. VP's clearingregler.*

Hvis der ved beholdningskontrollen af henholdsvis penge og fondsaktiver for en deltager konstateres manglende dækning, er der i VP's clearingregler fastlagt nogle såkaldte "fælderegler", hvorefter VP er berettiget til at søge de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til den efterfølgende nettoafviklingsblok[49].

---

[43] Pengeinstitutter, fondsmæglere, realkreditinstitutter eller investeringsforvaltningsselskaber, jf. VPHL § 4.

[44] Et aktieselskab, der driver værdipapirclearingvirksomhed, jf. VPHL § 7, stk. 1, litra 5). Ved værdipapir-clearingvirksomhed forstås regelmæssig virksomhed, som består i på en clearingdeltagers vegne at gennemføre clearing, afvikling eller clearing og afvikling af transaktioner med værdipapirer, jf. VPHL § 50, stk. 4.

[45] Det er således en forudsætning, at deltageren som kontoførende institut kan føre sin egen samt evt. kunders VP-konti og dermed har ret til at foretage indberetning til registrering i VP. Se nærmere om funktionen som kontoførende institut VPHL kapitel 21 (§§ 62-65) og bekendtgørelse nr. 1146 af 15. december 2003 om registrering mv. af fondsaktiver i en værdipapircentral.

[46] En deltager kan vælge alene at være afviklingsansvarlig og dermed ikke betalingsansvarlig. I den situation skal deltageren indgå aftale med en deltager, der er betalingsansvarlig og dermed kan fungere som primær betalingsstiller for deltageren. Det betyder i al sin enkelthed blot, at deltageren, der fungerer som primær betalingsstiller, stiller afviklingslikviditet til rådighed for andre deltagere, og denne deltagers pengetræk i Nationalbanken belastet således ikke kun med de betalinger, som deltageren varetager på egne og evt. egne kunders vegne, men også af de betalinger, som deltageren varetager på vegne af andre deltagere.

[47] Dette er en konsekvens af, at pengeafviklingen finder sted på konti i Nationalbanken. De nærmere vilkår herfor fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.

[48] Aftalen er anmeldt til Finanstilsynet.

[49] Som anført i afsnit 2 er dette er ikke i strid med VPHL § 57, selv om VPHL § 57 anvender formuleringen "tilbageføres i deres helhed".

Spørgsmålet om, hvorvidt en deltagers konkursbo har mulighed for at stille penge eller fondsaktiver til rådighed med henblik på helt eller delvist at få gennemført den konkursramte deltagers bindende indrapporterede transaktioner, behandles i afsnit 5.

For udenlandske deltagere kræves dokumentation for handleevne og tegningsberettigelse/fuldmagt efter hjemlandets lovgivning[50], ligesom der for deltagere med hjemsted i lande, der ikke har implementeret direktivet om endelig afregning[51], kræves en juridisk udtalelse, som dokumenterer, at VP's regler om clearing og afvikling, herunder om netting og udskydelse af handler, i tilfælde af deltagerens konkurs er gennemførlige overfor deltageren og dennes evt. konkursbo under det pågældende lands retssystem[52].

VP er ansvarlig overfor deltagerne som følge af forsinkelser eller fejl, der skyldes VP. VP's ansvar er begrænset til afhjælpning, dvs. at foretage levering eller berigtige fejlen, og VP er dermed ikke ansvarlig for indirekte tab, herunder erstatning for beløb, som deltageren evt. har måttet udrede til 3. mand (typisk deltagerens kunder)[53].

Nationalbanken har ligeledes overfor deltagerne begrænset sit ansvar til afhjælpning – de nødvendige registreringer og valideringer – hvis Nationalbanken er årsag til forsinket eller mangelfuld registrering af det fra VP modtagne bogføringsgrundlag i relation til pengeafviklingen.

3.1.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken

En af Nationalbankens vigtige betalingsformidlingsfunktioner er at forestå pengeafviklingen for Sumclearingen og VP-afviklingen[54]. I den forbindelse stiller Nationalbanken likviditet til rådighed inden for dagen, intradag-kredit, mod fuld sikkerhed hovedsageligt i værdipapirer, der er noteret på Københavns Fondbørs og registreret i VP.

Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken er ud fra en operationel synsvinkel blevet udførligt beskrevet tidligere af Nationalbanken[55], ligesom sikkerhedsstillelse i Nationalbanken er blevet belyst fra en juridisk vinkel i en særskilt artikel[56]. I denne artikel vil alene de overordnede principper for afviklingskonceptet i Nationalbanken blive beskrevet, idet der i øvrigt henvises til de nævnte artikler[57].

---

[50] I den internationale selskabsret omtales den stats lovgivning, der anvendes på et selskabs interne retsforhold og i et vist omfang forholdet til 3. mand, selskabsstatuttet. Der er to hovedteorier på området: Inkorporationsteorien og hovedsædeteorien. I Danmark er den altovervejende hovedregel inkorporationsteorien. Se nærmere om international selskabsret fx Peter Arnt Nielsen, International privat- og procesret, 1997, kapitel 46 med henvisninger.

[51] EØS-landene, Norge, Island og Liechtenstein, implementerer på lige fod med EU-landene alle indre markeds direktiver, herunder direktivet om endelig afregning, i national lovgivning.

[52] Sidstnævnte juridiske udtalelse kan indhentes enten generelt for et land eller individuelt for et den enkelte deltager.

[53] VP er i relation til sin registreringsvirksomhed ansvarlig for fejlregistreringer, der ikke kan berigtiges, i henhold til lovgivningens bestemmelser herom, jf. VPHL kapitel 24 (§§ 77-82a), særligt § 80. Dette ansvar omfatter også hændelige fejl.

[54] Både Recommendations for Securities Settlement Systems, November 2001, anbefaling nr. 10 og Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Januar 2001, princip nr. 6 angiver, at pengeafviklingen bør ske i centralbank penge, dvs. at pengeafviklingen sker i krav på en centralbank, hvilket er tilfældet for både VP-afviklingen og Sumclearingen. Hvis dette ikke er tilfældet, skal systemet tage særlige forholdsregler for at minimere kredit- og likviditetsrisici.

[55] Se Finansielle institutioners konti og sikkerhedsstillelse i Nationalbanken, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2001 og Pengepolitik i Danmark, 2. udgave, Danmarks Nationalbank, 2003.

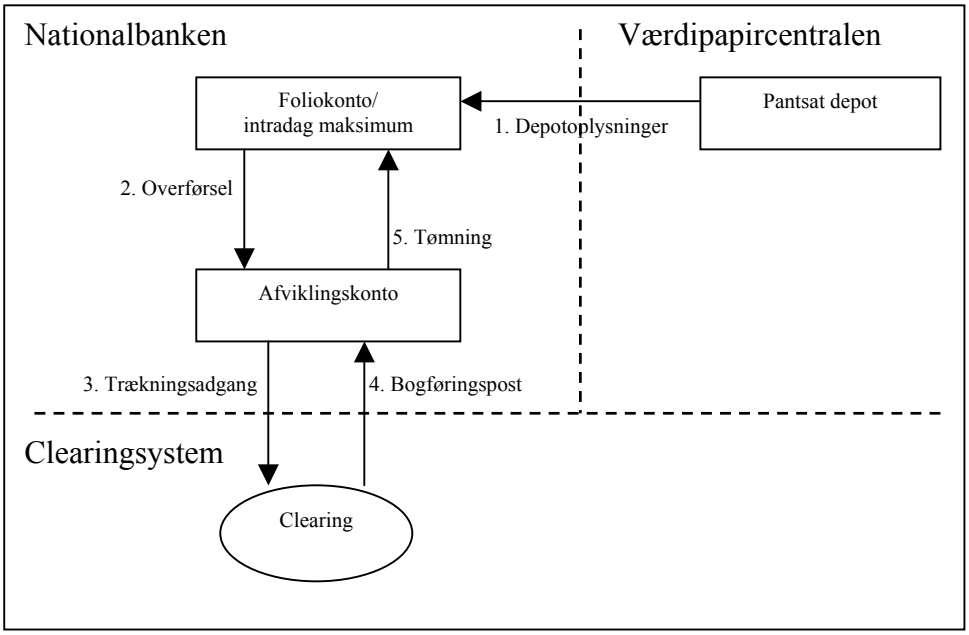
[56] Se Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2003.

[57] De nærmere vilkår for sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.

I store træk anvendes samme overordnede koncept for de systemer, der afvikler over konti i Nationalbanken, jf. figur 1. Deltagerne i Sumclearingen og VP-afviklingen skal inden for fastsatte tidsrammer overføre likviditet fra deres foliokonti[58] til særlige konti, såkaldte afviklingskonti, dedikeret til henholdsvis Sumclearingen og VP-afviklingen. Da foliokontoen er til fri disposition for kontohaverne, er konstruktionen med afviklingskonti nødvendig for at sikre, at Nationalbanken over for systemerne kan indestå for de beløb, som kontohaverne disponerer til clearingen og den efterfølgende afvikling.

Nationalbanken meddeler på baggrund af indeståendet på afviklingskontiene deltagernes maksimale trækningsadgang til systemerne, der herefter gennemfører clearingerne under forudsætning af, at likviditeten er tilstrækkelig. Efter clearingen modtager Nationalbanken oplysninger om hver deltagers nettoposition, som bogføres på afviklingskontiene. Hovedparten af Sumclearingen og VP-afviklingen gennemføres om natten. Efter nattens afviklinger overføres indeståendet på deltagernes afviklingskonti typisk til de respektive foliokonti, så beløbene atter er til fri disposition[59].

Figur 1. Afviklingskonceptet i Nationalbanken



Der er i henhold til VPHL § 55, stk. 1-4 etableret en særlig procedure til sikkerhedsstillelse i forbindelse med afvikling af værdipapirhandler og betalingssystemer; den såkaldte sikkerhedsret. En sikkerhedsretsaftale mellem en kontohaver og Nationalbanken giver kontohaveren mulighed for at opnå kredit i Nationalbanken på basis af fondsaktiver på en eller flere udpegede VP-konti, typisk låntagers handelsdepot. Sikkerhedsretten binder ikke bestemte fondsaktiver på VP-kontoen (sikkerhedsretsdepotet) modsat traditionelt pant, og specifikation af fondsaktiverne kræves ikke før en evt. fastholdelse af sikkerheden. For så vidt handelsafviklingen i VP smidiggør sikkerhedsretten afviklingen, idet den gør det muligt for låntager at stille købte fondsaktiver til sikkerhed for

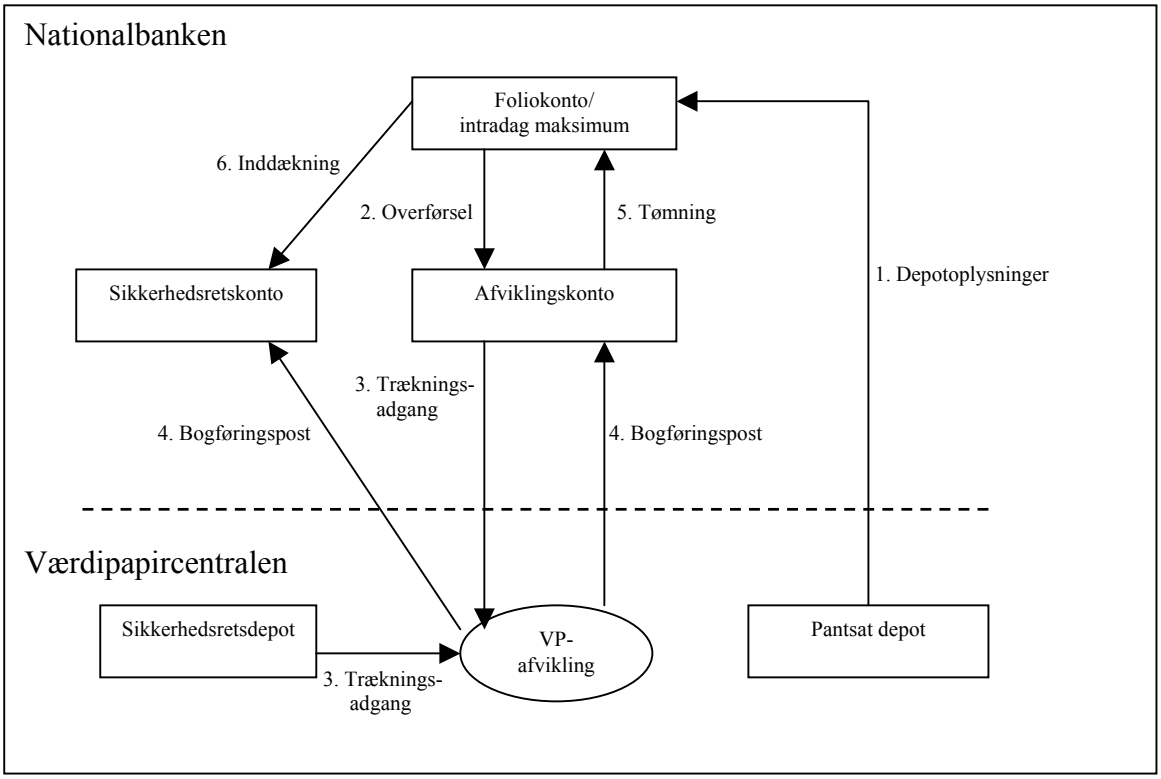
[58] Foliokontoen er kontohavernes hovedkonto i Nationalbanken, hvor betalinger mellem kontohaverne indbyrdes og mellem kontohaverne og Nationalbanken afvikles.

[59] Deltagerne har mulighed for via KRONOS at fravælge tømning efter nattens afviklinger. I så fald sker tømningen senest samme dag kl. 15.30.

betalinger allerede i den afviklingsblok, hvor fondsaktiverne modtages. Ved traditionelt pant kan fondsaktiver først bruges som sikkerhed for afviklingskredit i senere afviklingsblokke.

I forbindelse med VP-afviklingen er deltagernes samlede maksimale trækningsadgang summen af indeståendet på afviklingskontoen og trækningsadgangen under sikkerhedsretten. Afviklingen gennemføres under forudsætning af, at en deltagers samlede nettotræk kan holdes inden for den samlede trækningsadgang. Til brug for bogføringen af træk under sikkerhedsretten har hver deltager en sikkerhedsretskonto i Nationalbanken. Likviditetsbehov i forbindelse med VP-afviklingen dækkes først ved træk på sikkerhedsretskontoen og derefter ved træk på afviklingskontoen i Nationalbanken, ligesom nettoprovenu fra en afvikling først anvendes til at inddække eventuelle træk under sikkerhedsretten, hvorefter eventuelt overskydende beløb overføres til afviklingskontoen. Træk under sikkerhedsretten skal inddækkes inden kl. 13.30 ved overførsel fra foliokontoen. Afviklingskonceptet i relation til VP's handelsafvikling med sikkerhedsret er skitseret i figur 2.

Figur 2. Afviklingskonceptet i Nationalbanken i relation til handelsafviklingen i VP



Det pengepolitiske døgn[60] i danske kroner løber fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30. I perioden fra kl. 16.00 til 16.30 samt fra kl. 07.00 næste dag og til det pengepolitiske døgns afslutning kl. 15.30 kan deltagerne overføre likviditet til deres afviklingskonti[61].

[60] Inden for det pengepolitiske døgn har betalinger samme valør.
[61] Mellem kl. 15.30 og kl. 16.00 kan kontohaverne ikke disponere over deres konti i danske kroner i Nationalbanken.

3.1.3 VP-afviklingen i danske kroner

VP's clearing- og afviklingsdøgn, VP-døgnet, løber forskudt i forhold til det pengepolitiske døgn fra kl. 18.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, straks inden kl. 18.00. Pr. afviklingsdøgn gennemfører VP fire nettoafviklingsblokke for værdipapirhandler i danske kroner[62], der har retsvirkningstidspunkt[63] på følgende klokkeslæt:

Blok 10	Blok 20	Blok 30	Blok 40
Kl. 18.00	Kl. 23.45	Kl. 06.00	Kl. 10.30

De tre første natlige blokke korresponderer med to afviklingsblokke i EOC[64].

Når Nationalbankens RTGS-system KRONOS er åbent for overførsler i danske kroner (p.t. mellem kl. 07.00 og kl. 15.30) kan deltagerne afvikle enkelthandler i form af bruttoafvikling.

Deltagerne har fra KRONOS' åbningstid kl. 07.00 og frem til kl. 10.00 mulighed for at overføre ekstra likviditet til blok 40. Tidspunkterne for overførsel til en deltagers afviklingskonto (kl. 16.00 - 16.30 og kl. 07.00-15.30) sammenholdt med tidspunkterne for de enkelte afviklingsblokke medfører, at der ikke kan overføres ekstra likviditet mellem blok 10, blok 20 og blok 30. De tre blokke betragtes derfor som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste blok alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående blok.

VPHL indeholder særlige definitioner af clearing og afvikling, jf. § 50, stk. 1 og 2. VP opererer i praksis med endnu flere processer som led i udvekslingen af parternes ydelser. Processen kan mere korrekt opdeles i fire led: For det første, handel. For det andet, match, dvs. sikring af, at der skabes overensstemmelse mellem de to handlende parters oplysninger om handlen. For det tredje, clearing, dvs. opgørelse af forpligtelser og rettigheder samt dækningskontrol (penge og fondsaktiver). For det fjerde, afvikling, dvs. udveksling af penge og værdipapirer.

3.1.3.1 Handel

Værdipapirer registreret hos VP er som hovedregel frit omsættelige og kan derfor i princippet handles frit. I praksis handles fondsaktiver i VP på en række forskellige handelsplatforme. Aktier først og fremmest via NOREX samarbejdet[65], der benytter handelssystemet Saxess, mens obligationer hidtil fortrinsvist har været handlet uformelt i telefonmarkedet. Handel med statsobligationer i det primære marked er dog fra og med 4. november 2003 sket via en MTS platform, der er et handelssystem for statsobligationer[66].

Første skridt i clearingen af en værdipapirhandel sker ved indrapportering af den pågældende handel til VP i form af en såkaldt foradvisering også kaldet preadvice. Indrapportering af handler indgået på MTS platformen sker automatisk fra MTS systemet, mens en deltager i Saxess kan

---

[62] VP har i alt 5 nettoafviklingsblokke. Blok 50 med retsvirkningstidspunkt kl. 13.35 afvikler kun i euro, mens blok 40 alene afvikler i danske kroner. De 3 øvrige blokke afvikler i både danske kroner og euro.

[63] En handelstransaktion til afvikling i en nettoafviklingsblok er endeligt og uigenkaldeligt gennemført, når den afviklingsblok, hvori transaktionen er afviklet, er afsluttet. Retsvirkningen indtræder på det for afviklingsblokken fastsatte tidspunkt. Sådanne fastsatte retsvirkningstidspunkter genfindes ikke i relation til Sumclearingen, som er endeligt gennemført, når Nationalbanken har accepteret det modtagne bogføringsgrundlag og bogført nettopositionerne, jf. afsnit 3.2.3.

[64] Placeringen af disse tre blokke er således bl.a. sket for at servicere værdipapirlinket mellem VP og EOC, hvor sidstnævnte har et samledepot hos VP. Se afsnit 4 om dette link.

[65] Københavns Fondsbørs er medlem af NOREX sammen med Stockholmsbörsen, Islands Fondsbørs og Oslo Børs. I løbet af 2004 udvides Norex Alliancen med det finske HEX Integrated Markets, HEXIM.

[66] Se herom Danmarks Nationalbank, Statens låntagning og gæld 2003, kapitel 9.

vælge, om Saxess systemet eller deltageren selv via sit eget system skal indrapportere en indgået handel. Ved handel i telefonmarkedet skal begge parter selv via deres egne systemer indrapportere handlerne til VP.

3.1.3.2 Match

VP kontrollerer efter indrapporteringen, om der er overensstemmelse mellem detaljerne i handlen, såkaldt makkersøgning. I makkersøgningskriterierne indgår, om der er overensstemmelse mellem det aftalte handelsbeløb, valg af afviklingsdag og eventuelt om valg af afviklingsblok.

Parterne har mulighed for at aftale en hvilken som helst afviklingsdag fra handelsdagen, T+0, til T+365. Markedskutymen er T+3.

Ved positivt makkersøgningsresultat stiller VP uddata herom til rådighed for parterne og eventuelt andre centraldeltagere, der deltager i afviklingen af den pågældende handel. På baggrund heraf kan parterne efterfølgende indrapportere en bekræftelse, også kaldet instruct. En handel er først klar til afvikling, når begge parter i en handelstransaktion har indrapporteret en bekræftelse[67]. Bekræftelsen skal angive en gyldighedsperiode, dvs. den periode, hvor den pågældende handelstransaktion må deltage i afviklingen[68].

Når begge parter i en handelstransaktion har indsendt bekræftelser med helt eller delvist sammenfaldende gyldighedsperioder, er indrapporteringen endeligt indgået i systemet, og transaktionen kan ikke annulleres eller tilbagekaldes af hverken deltageren eller 3. mand[69]. Transaktionen er dermed klar til afvikling.

- *Det afgørende tidspunkt for hvornår en overførelsesordre er endeligt indgået i VP-afviklingen, jf. VPHL § 57c, er således for hver enkel transaktion det tidspunkt, hvor transaktionen i VP's systemer er klar til afvikling. Dette tidspunkt kan for transaktioner, der skal afvikles på samme dag, variere med op til 365 dage, jf. fleksibiliteten ved valg af afviklingsdag.*

3.1.3.3 Clearing[70]

I forbindelse med de forskellige afviklingsblokke kontrollerer VP, at sælger har dækning for salget af værdipapirer, værdipapirkontrol, og at køberen har dækning for betalingen af værdipapirerne, pengekontrol. Begge kontroller foretages på nettobasis på baggrund af den indgåede nettingaftale.

Værdipapirkontrollen består i, at VP på nettobasis kontrollerer, om der på den af sælger angivne VP-konto findes værdipapirer i de handlede fondskoder i tilstrækkeligt omfang til at gennemføre de indrapporterede salg. Ved opgørelsen medtages udover den i VP allerede registrerede beholdning af

---

[67] Foradvisering (preadvice) og bekræftelse (instruct) kan indrapporteres samlet.

[68] Bekræftelserne fra de to parter i en handelstransaktion skal angive helt eller delvist sammenfaldende gyldighedsperioder for at indgå i afviklingen.

[69] Ved 3. mand tænkes fx. på en deltagers konkursbo, hvis en deltager i en transaktion erklæres konkurs inden afviklingen er gennemført.

[70] Den beskrevne clearingfunktion varetages i mange europæiske værdipapirafviklingssystemer af en separat enhed betegnet central modpart (central counterparty, CCP). En CCP indtræder mellem køber og sælger, hvorved risikoen på modparten erstattes af en risiko på CCP'en, ligesom handlerne ofte anonymiseres. Der skelnes typisk mellem to typer af CCP'ere. Den ene fungerer kun som modpart i selve handlen, mens den anden også påtager sig selve clearing- og afviklingsfunktionen. VPHL § 50, stk. 4 giver eksplicit mulighed for, at en clearingcentral som CCP kan indtræde som part i transaktionerne for at sikre deres gennemførelse. De danske markedsdeltagere har for tiden intet ønske om en sådan facilitet, der også vil medføre øgede omkostninger, nemlig præmien for at påtage sig modpartsrisikoen.

de handlede fondskoder samtlige de i samme afviklingsblok godkendte tilgange af disse fondskoder.

Pengekontrollen består i, at VP på nettobasis kontrollerer, om køber eller købers primære betalingsstiller har dækning for betalingen af de af køber indrapporterede køb af værdipapirer. Ved opgørelsen modregnes betalinger for køberens godkendte salg af værdipapirer i samme afviklingsblok. Nettopositionen kontrolleres i forhold til det for køberen enten meddelte trækningsmaksima fra Nationalbanken eller beløb stillet til rådighed for køberen af den primære betalingsstiller i den pågældende afviklingsblok. Hertil kommer en evt. trækningsadgang under sikkerhedsretten.

Hvis der ved beholdningskontrollen af henholdsvis penge og fondsaktiver for en deltager konstateres manglende dækning, er der i VP's clearingregler fastlagt nogle såkaldte "fælderegler", hvorefter VP er berettiget til at søge de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende transaktioner udskydes til den efterfølgende nettoafviklingsblok. VP forsøger herved at gennemføre den størst mulige del af den samlede afvikling, der er anmeldt til den pågældende afviklingsblok, ud fra objektive og på forhånd fastsatte kriterier.

Udskudte handler vil blive forsøgt afviklet i den førstkommende afviklingsblok. Såfremt deltagerne ved deres indrapporteringer har givet mulighed herfor, vil udskudte handler blive forsøgt afviklet i op til fem efterfølgende afviklingsdage.

3.1.3.4 Afvikling

Ved afslutningen af en afviklingsblok giver VP meddelelse til Nationalbanken om deltagernes nettopositioner på pengesiden (bogføringsgrundlag). Nationalbanken foretager sin egen dækningskontrol, hvorefter der kvitteres overfor VP. Herefter indestår Nationalbanken for, at registrere nettopositionerne på deltagerne konti i Nationalbanken. Nationalbanken bogfører således betalingerne på deltagernes afviklingskonti og evt. sikkerhedsretskonti, og VP bogfører handlerne på de berørte VP-konti. Herefter er afviklingen endelig, og registreringernes retsvirkning indtræder samtidig for samtlige handler og betragtes som gennemført på de i afsnit 3.1.3 nævnte retsvirkningstidspunkter for de enkelte blokke.

3.2. Sumclearingen

3.2.1 Aftalegrundlaget[71]

Aftalegrundlaget for Sumclearingen består dels i bilaterale tilslutningsaftaler mellem deltagerne og Finansrådet, dels af en afviklingsaftale mellem Finansrådet og Nationalbanken, der fastsætter de nærmere vilkår for pengeafviklingen i Nationalbanken, samt af Nationalbankens dokumentationsgrundlag[72]. De nærmere clearing- og afviklingsregler er anført i den af Finansrådet udgivne Håndbog for Betalingsformidling, som der henvises til i tilslutningsaftalen[73].

---

[71] Se VPHL § 57a, stk. 2 om kravene til aftalegrundlaget, hvis betalingssystemet som Sumclearingen skal registreres i henhold til VPHL § 57a, stk. 1.

[72] Dokumentationsgrundlaget er tilgængeligt på Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk.

[73] Finansrådets standard tilslutningsaftale samt Håndbog for Betalingsformidling er ikke direkte offentligt tilgængelige, men kan rekvireres ved henvendelse til Finansrådet. Dokumenterne beskrives dog i en række offentligt tilgængelige rapporter bl.a. Nationalbankens overvågningsrapport Gennemgang af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Maj 2002, der ligger på Nationalbankens hjemmeside, www.nationalbanken.dk, under betalingsformidling samt Finansanalyse 13, Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansrådet, September 2001, der ligger på Finansrådets hjemmeside, www.finansraadet.dk.

Der gælder en række adgangskrav som deltager[74] i Sumclearingen. De væsentligste adgangskrav er:

- Deltageren skal være et dansk eller udenlandsk pengeinstitut, hvor sidstnævnte, enten via en filial eller via grænseoverskridende virksomhed, driver virksomhed i Danmark og er underlagt tilsyn, enten i Danmark eller af anerkendt hjemlandstilsyn[75].
- Deltageren skal deltage i den dokumentløse clearing, PBS-clearingen eller i begge dele[76].
- Deltageren skal have en foliokonto og en sumclearingkonto i Nationalbanken samt være tilsluttet KRONOS[77].
- Deltageren skal opfylde de til enhver tid af Finansrådet fastsatte tekniske og administrative krav.

Hver deltager fastsætter en beløbsgrænse for de enkelte betalingstransaktioner, der foranlediget af den dokumentløse clearing kan debiteres deltageren i Sumclearingen. Hvis en betalingstransaktion overstiger beløbsgrænsen, indgår den ikke i Sumclearingen, men skal afvikles manuelt via KRONOS uden for systemet[78]. Formålet er at begrænse risikoen for, at en deltager bliver udsat for uventet store træk i Sumclearingen primært på grund af fejl forårsaget af en anden deltager.

I tilslutningsaftalen indgår en nettingaftale[79], der gælder for samtlige deltagere, hvorefter de opgjorte nettopositioner slutafregnes på deltagernes konti i Nationalbanken, uanset om en deltager før slutafregning, men efter meddelelsen af sumtal til PBS's sumclearingsystem, jf. afsnit 3.2.3, er blevet erklæret konkurs, har anmeldt betalingsstandsning eller har åbnet akkordforhandlinger. Det er en forudsætning for gennemførelsen, at den pågældende deltager har en trækningsadgang i Nationalbanken, der mindst svarer til deltagerens nettotræk, jf. afsnit 3.2.2. Sumtal med en deltager, som meddeles til PBS's sumclearingsystem efter den pågældende deltager er erklæret konkurs mv., slutafregnes ikke, men tilbageføres i deres helhed.

- *Der er således indgået en aftale om netting med alle deltagerne, der lever op til kravene i VPHL § 57, idet der bl.a. er angivet objektive kriterier for, hvornår anmeldte fordringer slutafregnes, og hvornår de af deltageren anmeldte fordringer tilbageføres i deres helhed.*

Hvis det, når de opgjorte nettopositioner sammenholdes med de enkelte deltageres trækningsadgange forud for pengeafviklingen i Nationalbanken konstateres, at en deltagers trækningsadgang er mindre end det nettotræk, der skal foretages på deltagerens konto, tilbageføres samtlige sumtal med den pågældende deltager i sin helhed, idet Sumclearingen herefter gennemføres uden disse sumtal.

I henhold til tilslutningsaftalen hindrer ovennævnte ikke en særskilt aftale om en ekstraordinær betalingsafvikling med en deltagers konkursbo, eller at pengeafviklingen gentages med den pågældende deltager, hvis den nødvendige trækningsadgang tilvejebringes[80].

Ved udenlandske deltagere kan Finansrådet, udover dokumentation for handleevne og tegningsberettigelse/fuldmagt efter hjemlandets lovgivning, ved indgåelse af en tilslutningsaftale

[74] Det er muligt at være indirekte deltager i Sumclearingen via en direkte deltager.
[75] Dette er en let simplificering af de konkrete krav.
[76] De nærmere vilkår herfor behandles ikke i denne artikel.
[77] Dette er en konsekvens af, at pengeafviklingen finder sted på konti i Nationalbanken. De nærmere vilkår herfor fremgår af Nationalbankens dokumentationsgrundlag.
[78] Der er fastsat en konkret procedure for sådanne betalingers manuelle gennemførelse.
[79] Aftalen er anmeldt til Finanstilsynet.
[80] Se afsnit 5 om kurators handlemuligheder og konsekvenserne heraf.

anmode om dokumentation for, at nettingbestemmelsen er virksom i forhold til den udenlandske deltagers eventuelle konkursbo og kreditorer[81].

Finansrådet er ansvarlig overfor deltagerne som følge af fejl og forsinkelser i forbindelse med Sumclearingen. Ansvaret er dog begrænset til det krav, som Finansrådet kan gennemføre mod henholdsvis PBS og Nationalbanken. PBS har begrænset sit ansvar til direkte tab og med en beløbsgrænse på 10 mio.kr. pr. erstatningspådragende hændelse, mens Nationalbanken har begrænset sit ansvar til at omfatte afhjælpning - de nødvendige registreringer og valideringer - hvis Nationalbanken er årsag til forsinket eller mangelfuld registrering af det fra Finansrådet/PBS modtagne bogføringsgrundlag.

3.2.2 Sikkerhedsstillelse, likviditet og pengeafvikling i Nationalbanken

For at deltage i Sumclearingen skal deltageren have en foliokonto og sumclearingkonto i Nationalbanken samt være tilsluttet KRONOS, jf. afsnit 3.2.1.

Nationalbankens funktion med at stille likviditet til rådighed inden for dagen, intradag-kredit, mod sikkerhed samt forestå pengeafviklingen er beskrevet i afsnit 3.1.2 i forbindelse med VP-afviklingen. Konceptet er altovervejende ens for Sumclearingen, og der henvises derfor til afsnit 3.1.2.

Der er dog en forskel ved brug af sikkerhedsret i henhold til VPHL § 55, stk. 1-4. Sumclearingen og registreringen af pant i VP under sikkerhedsretten foregår i forskellige systemer, hvorfor en deltager i Sumclearingen har fuld rådighed over sin værdipapirbeholdning i VP, når Sumclearingen kører[82]. Det indebærer, at etablering af lån og registrering af pant ikke kan ske simultant med Sumclearingens gennemførelse, men skal ske forud herfor[83]. Den praktiske model til implementering af sikkerhedsretten i forbindelse med betalingsafvikling indebærer derfor, at deltagerne har mulighed for nogen tid forud for en afviklings gennemførelse at opnå lån mod registrering af pant under sikkerhedsretten.

I Sumclearingen kender låntager ikke det eksakte lånebehov, før afviklingen er gennemført. I praksis må der derfor ydes lån og etableres pant under sikkerhedsretten på basis af et forventet lånebehov. Lånet debiteres instituttets sikkerhedsretskonto og krediteres sumclearingkontoen (afviklingskontoen). Når et samlet afviklingsforløb er afsluttet, kendes det eksakte lånebehov, og lån og pant under sikkerhedsretten nedbringes herefter, så det svarer til det konstaterede lånebehov i afviklingen. På pengesiden sker således en udligning mellem sikkerhedsretskontoen, dvs. lånekontoen, og sumclearingkontoen. Denne udligning finder i Sumclearingen typisk sted om morgenen efter nattens kørsler, med mindre deltageren har fravalgt udligning på dette tidspunkt. I så fald sker udligningen, når Sumclearingen er endeligt afsluttet, dog senest kl. 13.30.

Tilsvarende forhold gør sig ikke gældende i forbindelse med handelsafviklingen i VP, hvor VP varetager både afviklingen og registreringen af pant under sikkerhedsretten. Afvikling, konstatering af låntagers lånebehov og registrering af pant foretages her praktisk talt samtidig og kun med det for den enkelte afviklingsblok nødvendige beløb.

Afviklingskonceptet for Sumclearingen er skitseret i figur 3.

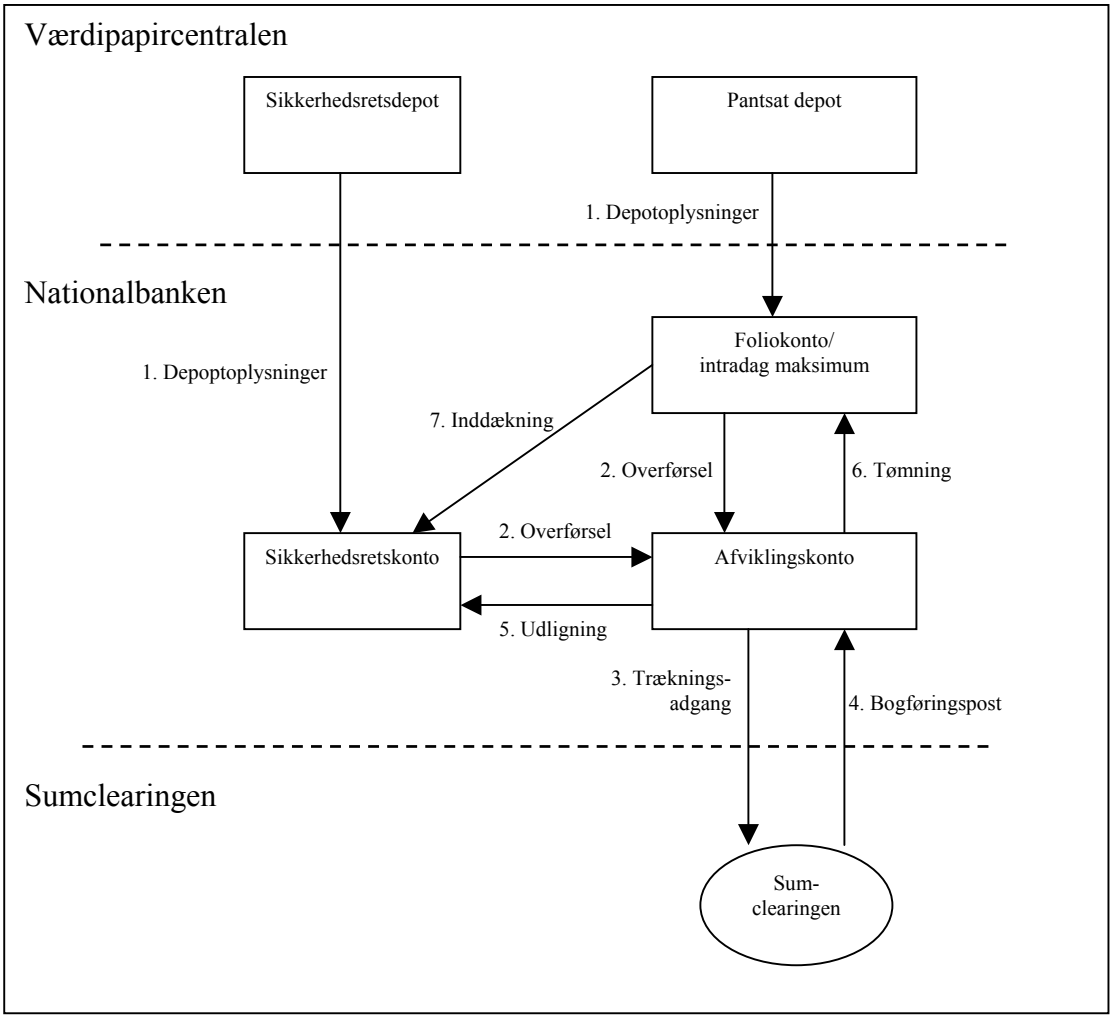
---

[81] Forudsat en korrekt implementering af direktivet om endelig afregning i EU- og EØS-landene vil det fortrinsvis være relevant for udenlandske deltagere inkorporeret uden for EU og EØS.

[82] I handelsafviklingen i VP er deltagernes VP-konti spærrede, når afviklingen kører, for at sikre at nettovirkningen pr. fondskode af de gennemførte handler kan registreres på de berørte VP-konti, uden at der i mellemtiden er sket ændringer heri.

[83] Det samme er tilfældet med VP's periodiske kørsler til afvikling af bl.a. renter, udbytter og udtrækninger, der alene er udtryk for betalingsafvikling.

Figur 3. Afviklingskonceptet i Nationalbanken i relation til Sumclearingen



3.2.3 Sumclearingen i danske kroner

Posteringerne fra Sumclearingen dannes på baggrund af de to andre clearinger; den dokumentløse clearing samt PBS-clearingen[84], jf. beskrivelsen i afsnit 1.

Sumclearing-døgnet løber fra kl. 16.30 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.00[85].

I Sumclearingen i kroner opereres ligesom i VP-afviklingen med 4 nettoafviklinger, der betegnes 1. normalafvikling, 2. normalafvikling, 1. ekstraafvikling og 2. ekstraafvikling. De to normalafviklinger samt 1. ekstraafvikling gennemføres i tidsrummet 01.00 til 06.30, mens 2. ekstraafvikling skal være gennemført inden 09.15. 2. ekstraafvikling gennemføres, mens KRONOS er åbent[86]. Deltagerne har således mulighed for at overføre ekstra likviditet til 2. ekstraafvikling. Endelig er der mulighed for at foretage såkaldte anfordringskørsler senere på dagen, hvis der skulle vise sig behov herfor.

[84] Se nærmere om PBS-clearingen Håndbog for PBS-clearing på PBS' hjemmeside, www.pbs.dk/pi-materialer.
[85] Dette skal ses i forhold til det pengepolitiske døgn, der løber fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30, jf. afsnit 3.1.2, og VP-døgnet, der løber fra kl. 18.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, straks inden kl. 18.00, jf. afsnit 3.1.3.
[86] KRONOS har åbent fra kl. 07.00.

Tidspunkterne for overførsel til en deltagers afviklingskonto (kl. 16.00 - 16.30 og kl. 7.00-15.30) sammenholdt med tidspunkterne for de enkelte afviklinger medfører, at der ikke kan overføres ekstra likviditet mellem 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og 1. ekstraafvikling. De tre afviklinger betragtes derfor som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

3.2.3.1 Normalafviklinger

Hver deltagers edb-central skal fremsende såkaldte sumtal vedrørende den dokumentløse clearing og PBS-clearingen til PBS's sumclearingsystem senest kl. 01.00 for at indgå i den 1. normalafvikling. Sumtal er udtryk for beregnede nettostillinger mellem deltagerne. Sumclearingen gennemføres ved, at PBS's sumclearingsystem i en godkendelseskørsel summerer de meddelte sumtal på hver enkelt deltager. Efter clearingen sker afvikling ved, at de fremkomne nettopositioner sammenholdes med de af Nationalbanken meddelte trækningsmaksima for hver enkelt deltager. Disse maksima skal foreligge senest kl. 01.30. Herefter meddeles nettopositionerne på hver enkelt deltager som bogføringsgrundlag til Nationalbanken senest kl. 02.00.

Nationalbanken afvikler clearingen ved at bogføre de modtagne nettopositioner på deltagernes afviklingskonti for Sumclearingen i Nationalbanken. Samtidig afgives der meddelelse til PBS, som sender en såkaldt standard status record, SSR, til de enkelte deltageres edb-centraler med meddelelse om, at clearingen er afviklet for de pågældende deltagere. Edb-centralerne kan herefter afstemme detailclearingen og afgøre, om detailclearingen skal gennemføres (bogføres). Endelig bogføring af detailposter hos deltagerne sker således først efter bogføring af de overordnede nettopositioner og afsendelse af godkendelse fra Nationalbanken, og dermed efter det tidspunkt, hvor Sumclearingen betragtes som endeligt gennemført.

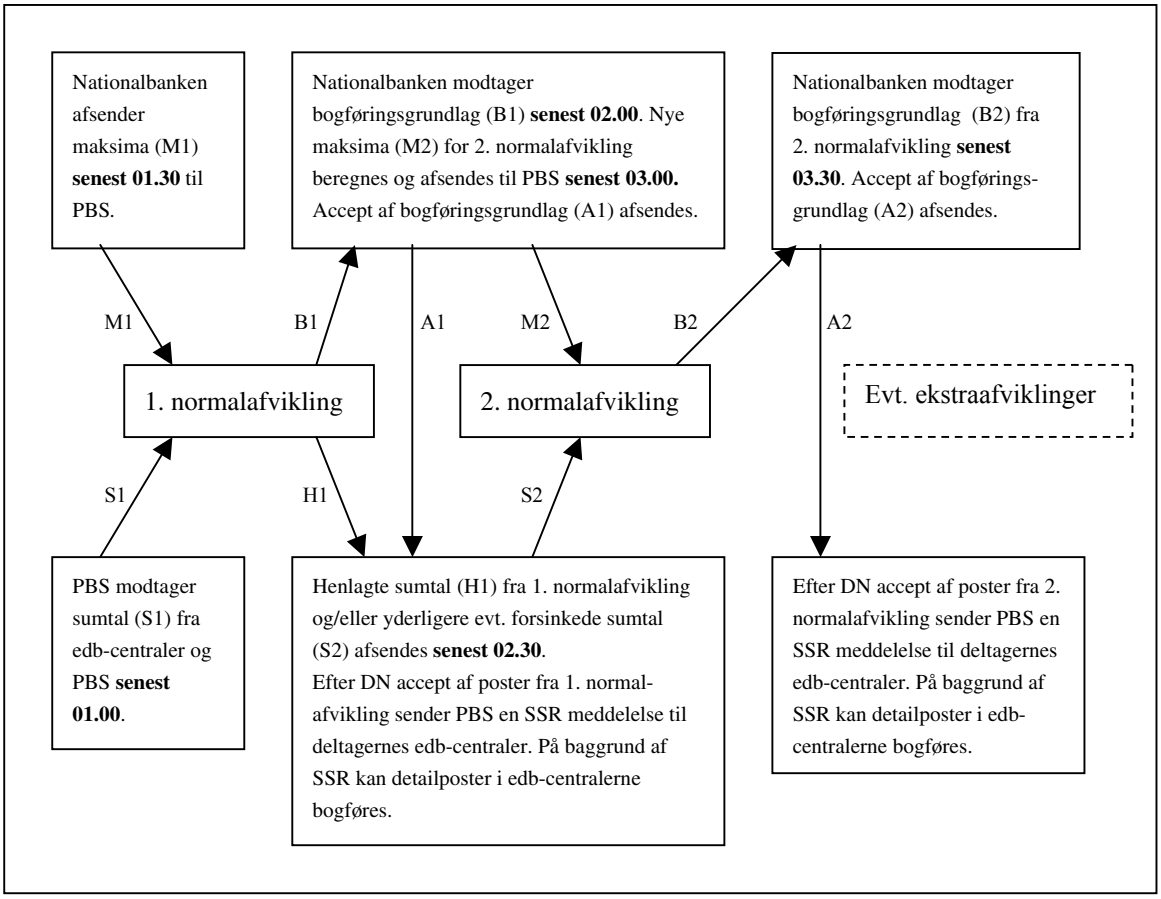
Hvis en eller flere deltagere i 1. normalafvikling har en negativ nettoposition, som overstiger det meddelte trækningsmaksimum, så henlægges sumtallene vedrørende den eller de clearingdeltagere til senere afvikling inden for det pågældende Sumclearing-døgn. For de tilbageværende deltagere genberegnes nettopositionerne indtil alle deltagere, der indgår i en beregning, overholder de meddelte maksima.

Hvis der kl. 02.30 er henlagte sumtal fra 1. normalafvikling og/eller er modtaget yderligere evt. forsinkede sumtal initieres 2. normalafvikling, der gennemføres efter samme principper som ovenfor. De henlagte sumtal betragtes som leveret på ny kl. 02.30. Maksima fra Nationalbanken skal foreligge senest kl. 03.00. Nettopositioner skal meddeles Nationalbanken senest kl. 03.30.

Hvis der efter 2. normalafvikling ikke er henlagte eller forsinkede sumtal, så er Sumclearingen færdigafviklet, og maksima frigives øjeblikkeligt til Nationalbanken.

Figur 4 giver en skematisk oversigt over forløbet for normalafviklingerne.

Figur 4. Normalafviklinger i Sumclearingen i danske kroner



Der kan ske annullering og omlevering af sumtal frem til henholdsvis kl. 01.00 for 1. normalafvikling og kl. 02.30 for 2. normalafvikling[87]. Sumtal med en deltager, som har anmeldt betalingsstandsning eller er erklæret konkurs inden udløbet af de nævnte frister, vil blive afvist i Sumclearingen. I forhold til nettingbestemmelsen i tilslutningsaftalen, jf. afsnit 3.2.1, regnes meddelelse af sumtal til PBS's sumclearingsystem for foretaget umiddelbart ved udløbet af de nævnte frister.

- *De afgørende tidsfrister for hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i Sumclearingen, jf. VPHL § 57c, er således for de to normalafviklinger henholdsvis kl. 01.00 og kl. 02.30*[88].

3.2.3.2 Ekstraafviklinger

Hvis der kl. 05.30 er henlagte sumtal fra 2. normalafvikling og/eller yderligere sumtal er modtaget siden sidste godkendelseskørsel, betragtes de henlagte sumtal som afleveret på ny kl. 05.30 til brug for 1. ekstraafvikling. Senest kl. 06.00 modtages nye maksima fra Nationalbanken, og en ny

[87] Henlagte sumtal fra 1. normalafvikling skal ikke afleveres igen, men de er ikke konkursresistente i perioden fra de er blevet henlagt og til kl. 02.30, hvor de betragtes som afleveret på ny.
[88] Det vil være atypisk, men ikke umuligt, hvis der fra sumclearing-døgnet starter kl. 16.30 og frem til disse tidspunkter afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen og dermed, at sumtal med denne deltager afvises, jf. afsnit 5.

godkendelseskørsel foretages. Bogføringsgrundlag skal være afleveret til Nationalbanken senest kl. 06.30.

Deltagerne kan inden 2. ekstraafvikling om morgenen nå at overføre likviditet til deres afviklingskonti, hvis deres sumtal er henlagt på grund af manglende likviditet i de første 3 kørsler (henholdsvis 1. og 2. normalafvikling samt 1. ekstraafvikling). Dette kan ske mellem kl. 07.00 og kl. 08.45, hvorefter Nationalbanken beregner nye maksima, der sendes til PBS. Der medtages ikke forsinkede sumtalsleverancer mellem 1. og 2. ekstraafvikling, og de henlagte sumtal betragtes ikke som afleveret på ny. Kørslen skal være afviklet og bogføringsgrundlag afleveret til Nationalbanken senest kl. 09.15.

- *Den afgørende tidsfrist for hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i Sumclearingen, jf. VPHL § 57c, er således for de to ekstraafviklinger kl. 05.30*[89].

Endelig kan Finansrådet beslutte at foretage en såkaldt anfordringskørsel, hvor endnu en clearing og afvikling kan gennemføres. Dette sker fx, hvis der er forsinkede leverancer af sumtal fra en eller flere edb-centraler.

4. VP's link til Euroclear

I henhold til VPHL § 63, stk. 1 kan udenlandske CSD'er, som er under offentligt tilsyn, tilsluttes VP's registreringssystem som udlandscentraler. Med udgangspunkt i VPHL § 54, stk. 3[90] har VP fastsat, at udlandscentraler endvidere kan tilsluttes VP's clearing- og afviklingssystem[91].

En CSD, der tilsluttes VP som udlandscentral, er som alle andre indenlandske som udenlandske deltagere underlagt reglerne i VPHL og de i henhold hertil udstedte bestemmelser. VP udfører de administrative funktioner for udlandscentralen.

Euroclear, EOC, er tilsluttet VP med et direkte link. Deri ligger, at EOC har oprettet et samledepot i VP, dvs. en VP-konto i EOC's navn på vegne af investorer med en værdipapirkonto i EOC. Samtidig har EOC oprettet konti i Nationalbanken, så EOC kan deltage i VP's afviklingsblokke på lige fod med andre deltagere som beskrevet i afsnit 3.1.3.

Via EOC's samledepot kan danske fondsaktiver elektronisk "flyttes" til Belgien[92], dvs. når EOC i en VP-afviklingsblok er blevet noteret som ejer af et fondsaktiv, så kan EOC i en efterfølgende EOC-afviklingsblok eller på RTGS-basis overføre fondsaktivet til en investor, der bruger EOC som intermediary. Det er herefter belgisk ret, der afgør tingsretlige spørgsmål[93].

Det at holde værdipapirer via flere mellemmænd afleder en række juridiske problemstillinger. En investor, der via EOC køber og sælger danske fondsaktiver registreret i VP, skal – udover de sædvanlige forhold ved deltagelse i et

[89] Det vil også for disse afviklinger være atypisk, men ikke umuligt, hvis der fra sumclearing-døgnet starter kl. 16.30 og frem til kl. 05.30 afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen og dermed, at sumtal med denne deltager afvises, jf. afsnit 5.

[90] Det fremgår af bestemmelsens 2. pkt., at VP kan bestemme at andre, underforstået end de i øvrigt i loven opregnede mulige deltagere, jf. VPHL § 54, stk. 2, kan få adgang til at indgå tilslutningsaftale.

[91] Se VP's clearingregler.

[92] Som nævnt i afsnit 1.2 er linket en-vejs, dvs. danske fondsaktiver registreret i VP kan elektronisk "flyttes" til EOC og tilbage, mens værdipapirer udstedt eller registreret i EOC ikke kan flyttes til Danmark, da VP ikke har etableret et samledepot hos EOC. For en mere detaljeret beskrivelse af "flytning" af dematerialiserede værdipapirer se Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.1.

[93] Det følger af princippet i lovvalgsreglerne i artikel 9.2 i direktivet om endelig afregning og artikel 9 i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, jf. afsnit 2. Belgisk ret afgør således tingsretlige spørgsmål så som den retlige beskaffenhed af fondsaktivet, den relevante sikringsakt, prioritetsstilingen overfor andre rettighedshavere, samt hvordan der kan ske realisation af sikkerhed i fondsaktivet ved misligholdelse. Da EOC er hjemmehørende i Belgien, der har implementeret direktivet om endelig afregning, kræver VP ikke en legal opinion til sikring af, at VP's clearingregler i tilfælde af konkurs er gennemførlige overfor EOC's konkursbo, jf. afsnit 3.1.1.

værdipapirafviklingssystem som EOC – overveje konsekvensen, hvis fx VP går konkurs. I så fald er det afgørende, at EOC har et separatistkrav med hensyn til EOC's samledepot i VP, hvilket utvivlsomt kan bekræftes, da dansk tingsret finder anvendelse, jf. det direkte ejerskab til værdipapirer registreret på en VP-konto som beskrevet i afsnit 1.1. Hvis EOC går konkurs er det afgørende, om EOC har foretaget tilstrækkelig individualisering af de enkelte investorers værdipapirer, så investorerne kan gøre deres ejendomsret til værdipapirerne i EOC's samledepot i VP gældende overfor EOC's konkursbo. Det er formentlig dansk materiel ret, dvs. fortolkning af § 72, stk. 3 og 7 i lov om finansiel virksomhed, der afgør dette, jf. Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002, afsnit 6.3. Endvidere skal en investor i EOC overveje, om der er risiko for, at en EOC kreditor kan overbevise en fogedretsdommer om, at der skal gøres udlæg i EOC's VP-konto i Danmark. Svaret er ganske givet nej, idet dansk materiel ret, jf. ovenfor, anerkender konstruktionen med et samledepot. Værdipapirerne i EOC's samledepot tilhører således som udgangspunkt ikke EOC, men de EOC-deltagere, der holder danske værdipapirer via linket. En fjerde og mere kompleks problemstilling er herefter, om en EOC-deltagers kreditorer kan gøre udlæg i EOC's samledepot i VP, såkaldt "upper tier attachment", for så vidt EOC-deltagerens andel af værdipapirerne på samledepotet, selv om rettighederne til værdipapirerne i øvrigt følger af registreringer i EOC og afgøres efter belgisk ret[94].

Linket understøtter en automatiseret afvikling af handler mellem VP-deltagere og EOC-deltagere og dermed disses respektive depotkunder uden tab af valørdage. I det følgende beskrives alene samspillet mellem VP-afviklingen og EOC, idet clearing og afvikling i EOC ikke vil blive behandlet[95].

Indrapporteringen og makkersøgningen af handler til afvikling via linket med EOC foretages efter de samme retningslinjer, som gælder for indrapporteringen af øvrige handler, jf. afsnit 3.1.3. Handler med deltagere i EOC indgår i VP's afviklingskørsler på samme måde som øvrige handler, idet EOC blot er modpart på vegne EOC-deltagerne[96].

Nedenstående figur 5 viser sammenhængen mellem VP's afviklingskørsler og EOC's afviklingskørsler ved nettoafvikling.

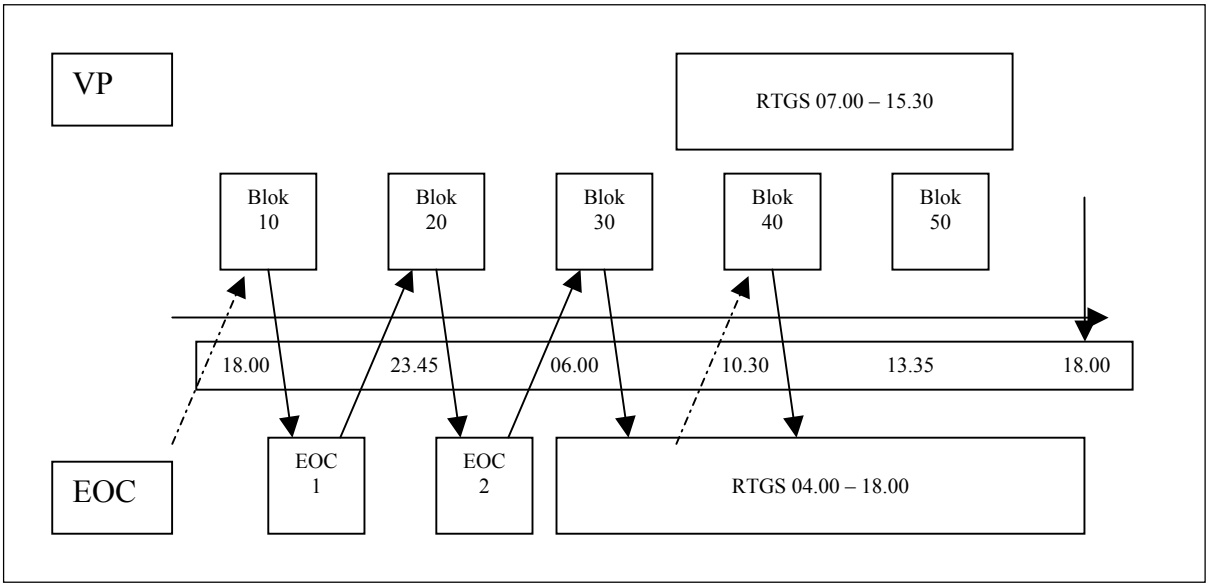
---

[94] Se afsnit 1.1 om UNIDROIT's og EU's initiativer til at skabe helt klare regler på området. På nuværende tidspunkt indhentes ofte legal opinions. Dette kan både ske ved et links etablering af de involverede CSD'er, der har en interesse i, at linket er juridisk velfunderet, eller af brugerne af et link. ESCB er et eksempel på sidstnævnte, idet ESCB løbende laver en vurdering af etablerede link i EU ud fra ESCB's 9 brugerstandarder Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations, Januar 1998, se www.ecb.int, i hvilken forbindelse der typisk indhentes legal opinions. Standard 1 omhandler legal soundness. Kun hvis linket godkendes, vil Eurosystemet modtage sikkerhed i værdipapirer via linket. ESCB's standarder står i øvrigt overfor en snarlig fornyelse set i lyset af ESCB-CESR's arbejde på området, jf. afsnit 1.1. I den forbindelse forventes det, at Eurosystemet som bruger vil acceptere sikkerhed i værdipapirer holdt via relayed links, dvs. links hvor der ikke er direkte forbindelse mellem investor CSD og issuer CSD, som linket fra VP til EOC, men hvor der udveksles transaktioner gennem en tredje CSD, der fungerer som intermediary. Denne forventning er baseret på, at der i ESCB-CESR's forslag til nye standarder for værdipapirafviklingssystemer i standard 19 nu er indsat konkret tekst om relayed links.

[95] I EOC anvendes en anden metode til clearing og afvikling end i VP, idet der ikke anvendes nettoafvikling. Handlerne i afviklingsblokkene afvikles brutto efter en særlig metode. EOC er ligesom VP notificeret til Kommissionen og dermed beskyttet af de belgiske lovregler til implementering af direktivet om endelig afregning. EOC's Terms and Conditions og Operating Procedures of the Euroclear System er ikke direkte tilgængelige på EOC's hjemmeside, www.euroclear.com, men kræver særlig adgang.

[96] Hvordan EOC ved et køb sikrer sig pengenes tilstedeværelse, når en handel skal bogføres i EOC efter VP-afviklingen, eller hvordan EOC sikrer sig papirernes tilstedeværelse ved et salg, når det skal bogføres i EOC efter VP-afviklingen, vil ikke blive behandlet. EOC's risiko er dog begrænset, idet EOC ved et køb godt nok lægger penge ud i VP-afviklingen, men også modtager det købte fondsaktiv, ligesom EOC ved et salg frigiver fondsaktivet, men modtager salgsprovenuet. EOC's risiko kan en deltager derfor evt. afdække ved marginsikkerhed. Alternativt kan papirer eller penge spærres i EOC indtil VP-afviklingen er færdig, hvorefter EOC kan foretage slutbogføring.

Figur 5. VP's afviklingskørsler og EOC's afviklingskørsler ved nettoafvikling



Før VP's første afviklingskørsel, blok 10, transmitterer EOC instruktioner til VP på købshandler med EOC-deltagere, idet EOC foretager en pengekontrol hos deres deltagere. Salgshandler for EOC-deltagere i blok 10 er også muligt, men det sker ikke særlig tit og forudsætter i øvrigt, at EOC-deltageren på forhånd er i besiddelse af det handlede værdipapir.

Efter blok 10, hvor EOC har modtaget papirer på vegne EOC-deltagere og lagt penge ud herfor, kan disse papirer indgå i EOC's første afviklingskørsel, EOC 1.

I EOC 1 krediteres EOC-deltagernes Securities Clearing Account (en værdipapirkonto), ligesom deres Cash Account debiteres. EOC-deltagere har således i EOC 1 mulighed for at handle back-to-back med VP. Ved back-to-back forstås køb og salg af det samme papir med valør samme dag.

Efter EOC 1 kan EOC transmittere leveringer af papirer til VP's blok 20, for hvilke der er skabt dækning i EOC 1. I blok 20 har VP-deltagere således mulighed for at afvikle back-to-back mod EOC.

Efter VP's blok 20 transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer, således at transmissionen indgår i EOC's anden afviklingskørsel, EOC 2. EOC-deltagerne har således i EOC 2 deres anden mulighed for at afvikle back-to-back mod VP.

- *Det juridisk afgørende for en EOC-deltager er således, at der sker afvikling Delivery versus Payment, DvP, inden for dagen*[97]*. En EOC-deltager har således alene en minimal kreditrisiko på EOC i den atypiske situation, at EOC fx skulle gå konkurs midt om natten efter VP's blok 20, hvor EOC-deltagerens salg er gennemført ved overførsel fra EOC's samledepot i VP og pengene indgået på EOC's afviklingskonto i Nationalbanken, men inden EOC 2 er gennemført*[98]*.*

[97] En EOC-investor oplever således ved et køb af et værdipapir registreret i VP, at afviklingen i EOC sker DvP, idet EOC inden fx EOC 1 har deltaget i VP's blok 10 og modtaget det pågældende værdipapir mod betaling. Modparten i VP oplever tilsvarende DvP i VP's blok 10, hvor værdipapiret sælges mod samtidig betaling fra EOC.

[98] I den situation vil EOC's konkursbo ikke på samledepotet i VP holde tilstrækkeligt med værdipapirer i den pågældende fondskode til at dække EOC-deltagernes registrerede beholdninger i EOC, og kravet på den indkomne betaling i VP-afviklingen vil være et simpelt krav i EOC's konkursbo. Det er formentlig dansk materiel ret, der afgør om den nødvendige individualisering, for at investorerne kan gøre deres ejendomsret gældende i EOC's konkursbo, har

Efter EOC 2 transmitterer EOC leveringer af værdipapirer til VP's blok 30, for hvilke der er skabt dækning i EOC 2, eksempelvis på grund af en levering fra VP. I blok 30 har VP-deltagere således deres anden mulighed for at afvikle back-to-back mod EOC.

Efter blok 30 transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer. Leveringer fra blok 30 vil kunne leveres videre i EOC på RTGS-basis. Alternativt vil EOC-deltageren kunne disponere over sine værdipapirer i EOC's næste ordinære afviklingskørsel valørdagen efter.

Efter blok 40[99] transmitterer VP leveringer af værdipapirer og betalinger for værdipapirer. Leveringer fra denne kørsel vil – på samme måde som nævnt under blok 30 - kunne leveres videre i EOC på RTGS-basis. Alternativt vil EOC-deltageren kunne disponere over sine værdipapirer i EOC's næste ordinære afviklingskørsel valørdagen efter.

EOC instruerer p.t. ikke handler til afvikling i VP's blok 50, der i øvrigt alene er en euro afviklingsblok.

5. Hvis en deltager går konkurs

I de forudgående afsnit er VP-afviklingens og Sumclearingens funktionalitet, herunder pengeafviklingen i Nationalbanken, blevet beskrevet, ligesom de gældende nettingaftaler er blevet kort gennemgået. Endvidere er de relevante tidspunkter for, hvornår en overførselsordre er endeligt indgået i VP-afviklingen og Sumclearingen, blevet identificeret.

Det interessante er herefter at analysere, hvad der rent faktisk vil ske i henholdsvis VP-afviklingen og Sumclearingen, hvis en deltager går konkurs. Der tages alene udgangspunkt i en konkurssituation, idet den mulige deltagerkreds, som beskrevet i afsnit 3.1.1 for VP-afviklingen og afsnit 3.2.1 for Sumclearingen, er finansielle institutioner, der næppe i praksis træder i betalingsstandsning, da en betalingsstandsning på grund af kundernes manglende tillid til instituttet vil øge sandsynligheden for instituttets konkurs[100].

Som altovervejende hovedregel vil afsigelse af konkursdekret ske inden for skifterettens normale kontortid og dermed efter nattens afviklinger i VP-afviklingen og Sumclearingen. Der er dog intet i konkursloven, som forhindrer eller på anden måde begrænser de tidspunkter i løbet af døgnet, hvor konkursdekret kan afsiges[101]. I det følgende medtages således også forhold, som tager afsæt i en deltagers konkurs ud på aftenen eller i de tidlige morgentimer, selv om det vil være atypisk[102].

5.1 Sumclearingen

I Sumclearingen er hovedreglen ganske klar. Hvis en deltager erklæres konkurs inden tidsfristen for levering af sumtal, så indgår deltageren ikke i Sumclearingen. Det forhindrer, at en kunde hos en konkursramt deltager, der skal modtage et beløb, efter afviklingen står med et simpelt krav i konkurs mod den konkursramte deltager. Ved at udelukke den konkursramte deltager cleares og afvikles betalingen ikke, og kunden kan evt. modtage betalingen på anden vis.

---

fundet sted, jf. ovenfor, men tabet på grund af den manglende mængde værdipapirer i den pågældende fondskode vil formentlig skulle fordeles efter lex concursus, dvs. belgisk ret, hvilket formentlig vil være pro rata mellem indehavere i EOC af samme fondskode.

[99] EOC transmitterer rent faktisk visse særlige transaktioner til blok 40, hvilket ikke vil blive omtalt nærmere.

[100] Se i øvrigt de særlige regler om inddragelse af tilladelse og afvikling for pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber i lov om finansiel virksomhed kapitel 15 (§§ 236ff.).

[101] Visse egenbegæringer, fx likvidators konkursbegæring i forbindelse med Erhvervs- og Selskabsstyrelsens tvangsopløsning af aktieselskaber, jf. aktieselskabslovens kapitel 14, særligt § 127, stk. 3, behandles ofte uden for almindelig kontortid ved såkaldte "skrivebordsmøder", hvorfor konkursdekreter afsagt fx kl. 17.00 ikke er usædvanlige.

[102] Evt. udenlandske deltagere kan i øvrigt være med til at øge risikoen for en deltagers konkurs uden for dagstimerne afhængigt af hjemlandets praksis på området samt en evt. tidsforskel.

Som beskrevet i afsnit 3.2.3 starter Sumclearing-døgnet kl. 16.30 og tidsfristerne for sumtal og dermed transaktionernes endelighed er i normalafviklingerne henholdsvis kl. 01.00 og kl. 02.30 og for 1. og 2. ekstraafvikling kl. 05.30. Det vil være atypisk, hvis der fra Sumclearing-døgnet starter og frem til disse tidspunkter afsiges konkursdekret over en deltager i Sumclearingen. Hvis en deltager næste morgen erklæres konkurs, må en kunde hos den konkursramte deltager således acceptere resultatet af nattens clearing og afvikling[103], herunder som betalingsmodtager at stå med et simpelt krav i konkurs[104].

Denne konsekvens kan ikke siges at være hverken urimelig for kunden, der selv har valgt at have engagement med den nu konkursramte deltager, eller være unødigt bebyrdende og uoverskuelig for konkursboet, der får sat en streg i sandet efter nattens clearing og afvikling. Endvidere er det vigtigt, at et system er indrettet på en sådan måde, at der for deltagerne er klarhed over, hvad de retlige og praktiske konsekvenser af en deltagers konkurs er, så de kan indrette sig herefter.

Hvis Sumclearingen ikke er afsluttet efter de to normalafviklinger og de to ekstraafviklinger, der senest skal være afsluttet kl. 9.15, kan der gennemføres yderligere ekstrakørsler i løbet af dagen frem til Sumclearing-døgnets udløb kl. 15.00. I den forbindelse er der et interessant vilkår i tilslutningsaftalen til Sumclearingen, som beskrevet i afsnit 3.2.1, hvorefter kurator kan aftale en ekstraordinær betalingsafvikling med Finansrådet, hvor konkursboet deltager.

Bestemmelsen må tænkes anvendt i den situation, hvor konkursen er kommet på et tidspunkt i løbet af Sumclearing-døgnet, som har medført, at deltagerens sumtal er blevet tilbageført[105]. Konsekvensen af en sådan aftale vil i så fald være, at den konkursramte deltagers sumtal, der ikke er endeligt indgået i Sumclearingen, alligevel gennemføres efter deltagerens konkurs.

Det må ligge forudsætningsvist i bestemmelsen, at kurator sikrer den fornødne trækningsadgang i Nationalbanken. Da sumtallene reelt er udtryk for detailtransaktioner for den konkursramte deltagers kunder, der ved indkomne betalinger står med et krav på et konkursbo, må disse krav ud fra princippet i konkurslovens § 60 kunne betragtes som penge tilgået boet efter konkursen på 3. mands vegne, og hvor boet som massekrav skal dække den berettigede, jf. konkurslovens § 93[106].

Det er i øvrigt svært at se nogle motiver fra kurators side til en sådan aftale, hvis ovennævnte antagelse er korrekt, idet de indkomne beløb ikke vil tilgå boet. Samtidig, da kurator må antages at sikre den fornødne trækningsadgang i Nationalbanken, vil de udgående betalinger for den

---

[103] Ved en negativ nettoposition forudsættes det, at trækningsadgangen i Nationalbanken er tilstrækkelig. Hvis dette ikke er tilfældet, har en deltager mulighed for inden 2. ekstraafvikling mellem kl. 07.00 og kl. 8.45 at tilføre likviditet til sin afviklingskonto, hvorefter Nationalbanken beregner nye maksima, der sendes til PBS. Hvis et konkursdekret afsiges inden kl. 8.45, som er Nationalbankens frist for afsendelse af maksima til 2. ekstraafvikling, vil den konkursramte deltager på trods af et positivt indestående på afviklingskontoen ikke længere have trækningsadgang i Nationalbanken. Den konkursramte deltager vil i så fald alene have mulighed for at modtage en positiv nettoposition i 2. ekstraafvikling.

[104] For privatpersoner med mindre engagementer er risikoen dog typisk afdækket i henhold til lov om en garantifond for indskydere og investorer, jf. lovbekendtgørelse nr. 656 af 7. august 2002 med senere ændringer og den dertil knyttede bekendtgørelse nr. 1015 af 11. december 2002 om Garantifonden for indskydere og investorer. Kontantindskud dækkes med op til 300.000 kr.

[105] Bestemmelsen vil formentlig ikke med mening kunne anvendes i det efterfølgende eller senere Sumclearing-døgn.

[106] Hvis kurator indgår en sådan aftale med Finansrådet om yderligere afvikling, må det betragtes som en tiltræden af det eksisterende aftalegrundlag for Sumclearingen, jf. konkurslovens kapitel 7, men indirekte tiltræder den konkursramte deltager også de kundeaftaler, der kan medføre transaktioner, som cleares og afvikles i Sumclearingen, idet ikke endelige transaktioner rent faktisk gennemføres efter konkursen. På den baggrund virker det rimeligt og ikke unødigt bebyrdende for konkursboet at skulle dække de ved en ekstraordinær afvikling opståede krav mod boet som massekrav.

konkursramte deltagers kunder blive honoreret af konkursboet[107]. Kurator vil muligvis også pådrage sig et erstatningsansvar overfor de øvrige kreditorer, der alt andet lige vil blive dårligere stillet.

5.2 VP-afviklingen

Hvis en deltager i VP-afviklingen går konkurs, skal der for det første sondres mellem kundehandler[108] og egne handler. Som beskrevet i afsnit 3.1.1 skal en deltager, der kan indberette handler på 3. mands vegne, være tilsluttet VP's registreringsvirksomhed som kontoførende institut. Det fremgår af VPHL § 64, stk. 4, at tilslutningsaftalen med VP herom bortfalder med omgående virkning i tilfælde af en deltagers konkurs. Det har den konsekvens, at alle deltagerens kundehandler, selv om de er klar til afvikling, ikke vil blive gennemført.

Dette kan umiddelbart ses som værende i strid med ånden i direktivet om endelig afregning, der skal beskytte systemerne mod følgerne af en deltagers konkurs, idet en række handler på trods af, at de er klar til afvikling på konkurstidspunktet, alligevel ikke gennemføres. Der er dog to forhold, som er væsentlige i denne sammenhæng. For det første er det alene kundehandler og ikke den konkursramte deltagers egne handler, der ikke forsøges gennemført. For det andet ville konsekvensen, hvis kundehandlerne fortsat indgik i VP-afviklingen, være, at en privatkunde, som er sælger af et værdipapir, selv efter konkursen måtte lide den tort, at ejerskabet til et værdipapir registreret i VP bliver afløst af et simpelt krav i konkurs, da betalingen oftest indgår på en konto hos den konkursramte deltager[109].

Hvis der herefter fokuseres på den konkursramte deltagers egne handler, så adskiller VP-afviklingen sig fra Sumclearingen ved, at handler kan indberettes endeligt helt op til 365 dage før afviklingsdagen. Sådanne endeligt indberettede handler er som udgangspunkt beskyttet af direktivet om endelig afregning. Faktum er dog, at størstedelen af de endeligt indberettede handler, der er sat til afvikling på et tidspunkt efter deltagerens konkurs, typisk ikke vil blive afviklet. Det er der hovedsageligt tre årsager til.

For det første den praktiske årsag, at en konkurs typisk vil indtræde om morgenen eller i hvert fald i løbet af dagen, hvorfor nattens afvikling vil være gennemført, og der reelt alene vil restere den beløbsmæssigt beskedne blok 40 (kl. 10.30) i det pågældende VP-døgn, der løber frem til straks inden kl. 18.00.

For det andet vil kurator typisk som noget af det første sætte sig på alle den konkursramte deltagers likvide aktiver, dvs. både pengekonti i Nationalbanken og værdipapirer registreret på VP-konti. Det betyder, at den konkursramte deltager hverken kan rejse likviditet til køb af værdipapirer[110] eller stille papirer til rådighed ved salg af værdipapirer. Det vil derfor være begrænset, hvilke af de endeligt indberettede handler, der reelt vil kunne afvikles med den konkursramte deltager på trods af nettoafviklingen.

For det tredje fremgår det af VP's clearingregler, at endeligt indberettede handler for en konkursramt deltager kun medtages indtil kl. 18.00 på konkursdagen, dvs. indtil udløbet af det igangværende VP-døgn, uanset om kurator aktivt har sat sig på den konkursramte deltagers likvide

[107] Dermed opnår disse kunder en fordel, idet deres indestående i konkursboet mindskes eller helt konverteres til en forpligtelse overfor boet, hvis betalingerne fx har medført træk på kundernes kassekreditter.

[108] Ved kundehandler tænkes på handler, hvor den konkursramte deltager er kontoførende institut for en kunde, der handler i eget navn.

[109] Ligesom i relation til Sumclearingen vil risikoen for privatpersoner med mindre engagementer dog typisk være afdækket i henhold til lov om en garantifond for indskydere og investorer.

[110] Som nævnt i afsnit 3.1.3 betragtes blokkene om natten (blok 10, blok 20 og blok 30) dog som et samlet afviklingsforløb på pengesiden, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste blok alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående blok, uanset en mellemliggende konkurs.

aktiver. Dermed sættes en streg i sandet ved udløbet af VP-døgnet, hvilket bidrager til at skabe klarhed over, hvad de retlige og praktiske konsekvenser af en deltagers konkurs er, så de øvrige deltagere kan indrette sig herefter.

Det fører naturligt til en interessant problemstilling omkring kurators handlemuligheder. Som beskrevet i afsnit 2 er et af formålene med direktivet om endelig afregning at undgå, at kurator kan vedgå de handler, der har vist sig fordelagtige, og fragå de øvrige, jf. konkurslovens kapitel 7. Umiddelbart ses der dog ikke som konsekvens heraf noget som forhindrer, at kurator vælger at stille likviditet eller værdipapirer til rådighed for VP-afviklingen[111]. Kurator har nemlig ikke indflydelse på, hvilke af de endeligt indberettede handler, der gennemføres, da det følger af de på forhånd fastsatte "fælderegler" i VP's clearingregler.

Det kan indvendes, at kurator dermed foretager en form for global cherrypicking, men da det kun er frem til kl. 18.00 på konkursdagen, og blok 40 (kl. 10.30) er beløbsmæssigt beskeden, ligesom det i øvrigt virker usandsynligt, at kurator så hurtigt kan danne sig et overblik over, om alle de af den konkursramte deltager endeligt indberettede handler til afvikling på konkursdagen er til fordel for konkursboet eller ej, så er der ikke umiddelbart holdepunkter for at antage, at en sådan mulighed ikke er til stede for kurator[112].

5.3 Sikkerhedsret

En teoretisk interessant forskel ved brug af sikkerhedsret i VP-afviklingen og Sumclearingen ved en deltagers konkurs skal fremhæves.

I afsnit 3.2.2 blev det særlige system ved brug af sikkerhedsret i Sumclearingen beskrevet, hvor en deltager, inden Sumclearingen starter, på forhånd kan reservere et beløb hertil, der overføres til deltagerens sumclearingkonto (afviklingskonto) i Nationalbanken, ligesom der registreres pant på deltagerens sikkerhedsretsdepot. Herudover kan deltageren på sædvanlig vis overføre likviditet til sumclearingkontoen fra sin foliokonto. I afsnit 3.2.3 blev det endvidere beskrevet, hvordan 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og en evt. 1. ekstraafvikling betragtes som et samlet afviklingsforløb, hvor en allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken automatisk overgår til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

Det har den konsekvens, at et på forhånd reserveret beløb under sikkerhedsretten til brug i Sumclearingen "rulles" videre mellem 1. normalafvikling, 2. normalafvikling og en evt. 1. ekstraafvikling, uafhængigt af deltagerens mellemliggende konkurs. En konkurs der dog vil være atypisk, da de nævnte afviklinger kører om natten.

Dette skal ses i modsætning til brug af sikkerhedsret i VP-afviklingen, hvor afvikling, konstatering af låntagers lånebehov og registrering af pant foretages praktisk talt samtidig og kun med det for afviklingsblokken nødvendige beløb, jf. afsnit 3.1.2. I VP-afviklingen betragtes blok 10, blok 20 og blok 30 som et samlet afviklingsforløb på pengesiden, jf. afsnit 3.1.3, men en mellemliggende konkurs, fx efter blok 10, men før blok 20, vil som udgangspunkt forhindre brug af sikkerhedsret i

[111] Det må antages, at kurator derved tiltræder aftalegrundlaget for VP-afviklingen, men i forhold til Sumclearingen er der ikke noget problem i relation til kundehandler, da kundehandler, selv om de er klar til afvikling, ikke vil blive gennemført, jf. ovenfor.

[112] Spørgsmålet er, hvordan kurators aktive medvirken frem til kl. 18.00 på konkursdagen skal ses i forhold til en evt. bilateral slutafregningsbestemmelse mellem den konkursramte deltager og en modpart, hvor konkurs er en slutafregningsgrund, jf. VPHL § 58h. Udgangspunktet må være, at VP-afviklingen går forud, hvorfor de transaktioner, der gennemføres i VP-afviklingen frem til kl. 18.00 på konkursdagen, ikke indgår i en evt. slutafregning, da de er endeligt afviklet. Det samme vil i øvrigt være tilfældet, hvis kurator af en eller anden grund ikke inden for dagen får sat sig på den konkursramte deltagers likvide aktiver.

blok 20 og blok 30[113], selv om den konkursramte deltagers transaktioner er endeligt indberettet og en gennemførelse heraf skulle accepteres af modparten og deltagerens konkursbo[114]. Ligesom for Sumclearingen vil en konkurs dog være atypisk, da de nævnte afviklinger kører om natten.

Det forudsættes, enten at Nationalbanken er bekendt med konkursen og dermed ikke længere kan disponere på boets vegne i relation til sikkerhedsretten, jf. konkurslovens §§ 29-30, eller at kurator straks anmelder konkursen på den konkursramte deltagers VP-konti, herunder sikkerhedsretsdepotet. Registrering af begrænsende rettigheder på et sikkerhedsretsdepot medfører i henhold til VP's clearingregler lukning af sikkerhedsretsaftalen.

[113] Se dog afsnit 5.2 om kurators handlemuligheder i VP-afviklingen.

[114] En allerede indberettet trækningsadgang fra Nationalbanken på baggrund af den konkursramte deltagers indestående på sin afviklingskonto for VP-afviklingen overgår stadig automatisk til næste afvikling alene korrigeret for deltagerens nettoposition i den forudgående afvikling.

6. Litteraturliste og hjemmesider

Christian Dahl Hesthaven, Netting i et insolvensretligt perspektiv, Rettid 2002, Specialeafhandling 6 — www.rettid.dk

Clearing and settlement in the European Union, Main policy issues and future challenges, COM (2002) 257 af 28. maj 2002 — www.europe.eu.int

Clearing and settlement in the European Union – The way forward, Kommissionen, COM (2004) 312 af 28. april 2004 — www.europe.eu.int

Clearing og oppgjør i Norden – særlig om forholdet til Giovannini-rapporten av november 2001, Rapport udarbejdet i regi af Nordisk Ministerråd, Januar 2004 — www.odin.dep.no

Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, The Giovannini Group, November 2001 — www.europe.eu.int

Core Principles for Systemically Important Payment Systems, BIS, January 2001 — www.bis.org

Danmarks Nationalbank — www.nationalbanken.dk

Danmarks Nationalbanks dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i DKK, EUR, SEK og ISK — www.nationalbanken.dk

Danmarks Nationalbanks overvågning af betalings- og værdipapir-afviklingssystemer, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2001 — www.nationalbanken.dk

European Financial Markets Lawyers Group, EFMLG — www.efmlg.org

Euroclear, EOC — www.euroclear.com

ESCB-CESR Consultative report, Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, July 2003 — www.ecb.int www.cesr-eu.org

Gennemgang af Sumclearingen i relation til Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Danmarks Nationalbank, Maj 2002 — www.nationalbanken.dk

Haag-konferencen — www.hcch.net

Niels C. Andersen og Kirsten Gürtler, Sikkerhedsstillelse i National-banken set i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, Kvartals-oversigt, 3. kvartal 2003 — www.nationalbanken.dk

PBS A/S, PBS www.pbs.dk

Peer Schaumburg-Müller, Dansk Børsret, 2. del, Værdipapirhandelsretten, 2003

Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, 2. udg. 2003

Pengeinstitutternes åbne infrastruktur, Finansanalyse 13, Finansrådet, September 2001 www.finansraadet.dk

Peter M. Restelli-Nielsen og Ulla Sterkel, Finality-direktivet, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998 www.nationalbanken.dk

Peter M. Restelli-Nielsen, Nettingbestemmelserne i værdipapir-handelsloven, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, Maj 1996 www.nationalbanken.dk

Recommendations for securities settlement systems, BIS, November 2001 www.bis.org

Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, The Giovannini Group, April 2003 www.europe.eu.int

UNIDROIT position paper, Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, August 2003 www.unidroit.org

UNIDROIT www.unidroit.org

Ulrik Rammeskow Bang-Pedersen, Internationale aspekter af insolvens- og tingsretten, 2002

Værdipapircentralen A/S, VP www.vp.dk

VP's clearingregler og standard tilslutningsaftale www.vp.dk

7. Ordliste

Afvikling	Udveksling af ydelser til opfyldelse af parternes forpligtelser.
Afviklingskonto	Konto i Nationalbanken dedikeret til den likviditet kontohaverne disponerer til brug for en konkret pengeafvikling i Nationalbanken.
Back-to-back transaktion	Køb og salg af det samme værdipapir med valør samme dag.
CSD	Central Securities Depository, en enhed, der opbevarer og administrerer værdipapirer, og som muliggør, at transaktioner kan gennemføres elektronisk. En CSD kan også varetage clearing og afvikling.
CCP	Central counterparty, enhed, der indtræder mellem parterne i en transaktion, dvs. agerer som sælger for køberen, og køber for sælgeren, hvorved modpartsrisikoen for parterne erstattes af risiko på enheden.
Clearing	Opgørelse af forpligtelser og rettigheder forud for en aftalt udveksling af ydelser.
Centralbank penge	Simpelt krav på en centralbank i form af indestående på en konto i centralbanken.
Depotbank	Et finansielt institut, typisk bank, der varetager opbevaring og administration af værdipapirer og andre finansielle aktiver, samt ofte tilbyder andre ydelser så som clearing og afvikling.
Dematerialiseret værdipapir	Værdipapir, der fra udstedelsen har været papirløst, fx udstedelser direkte i VP.
Den dokumentløse clearing	Clearing af transaktioner i pengeinstitutterne, som involverer konti i andre pengeinstitutter, dvs. bl.a. check- og hævekorttransaktioner samt indbetalingskort. I den dokumentløse clearing beregner pengeinstitutternes edb-centraler deltagernes nettostilling overfor hinanden, hvilke herefter indgår i Sumclearingen.
DvP	Delivery versus Payment, levering af værdipapirer afhængigt af en samtidig betaling.
Elektronisk værdipapir/ book entry security	Dematerialiseret eller immobiliseret værdipapir, jf. definition heraf.
Foliokonto	Kontohavernes hovedkonto i Nationalbanken, hvor betalinger mellem kontohaverne indbyrdes og mellem kontohaverne og Nationalbanken gennemføres.

FoP	Free of Payment, levering af værdipapirer uafhængigt af en samtidig betaling.
Intradag-kredit	Kredit inden for dagen, dvs. långivning og inddækning sker samme dag.
ICSD	International Central Securities Depository, en CSD, der clearer og afvikler transaktioner i internationale værdipapirer og/eller cross-border transaktioner i lokale værdipapirer, typisk via link til lokale CSD'ere.
Intermediary	Mellemmand, en juridisk enhed, typisk en depotbank eller en CSD, der fører værdipapirkonti for andre eller for både sig selv og andre, og skaber direkte eller indirekte adgang til en udsteder CSD.
Investor CSD	Den CSD, hvor et elektronisk værdipapir holdes af investor.
Immobiliseret værdipapir	Værdipapir, hvor der fx ligger en fysisk global note deponeret hos en depotbank til grund for efterfølgende elektroniske registreringer af ejerskab til denne global note (fysisk, men immobiliseret).
Instruct	Bekræftelse, dvs. indrapportering til VP med henvisning til foradvisering og angivelse af gyldighedsperiode. Gyldighedsperioden er den periode, hvori den pågældende handelstransaktion må deltage i afviklingen. Bekræftelse medfører indrapporteringens endelighed, jf. VPHL § 57c. Foradvisering og bekræftelse kan indrapporteres samlet.
KRONOS	Nationalbankens RTGS-system til overførsel af danske kroner og euro mellem kontohaverens egne konti eller til andre kontohaveres konti i Nationalbanken.
Netting	En aftale mellem to (bilateral netting) eller flere (multilateral netting) parter om, at deres indbyrdes fordringer skal afregnes (modregnes) mod hinanden ved opgørelse af én nettoposition.
Pengepolitisk døgn	Den periode, hvori betalinger har samme valør; i danske kroner fra kl. 16.00 til den følgende dag, den tekniske valørdag, kl. 15.30.
Preadvice	Foradvisering, dvs. indrapportering til VP af de for en handel nødvendige oplysninger, herunder handelsmodpart, fondskode, nominelt beløb/antal fondsaktiver, afviklingsdato/-tid samt evt. handelsbeløb og valuta.
PBS-clearingen	Clearing af transaktioner på baggrund af PBS's produkter, dvs. bl.a. BetalingsService og Dataløn samt Dankorttransaktioner gennemført via terminaler administreret af PBS. I PBS-clearingen beregner PBS de enkelte deltageres nettostilling overfor hinanden, som herefter indgår i Sumclearingen.

RTGS-system	Real Time Gross Settlement, et system, hvor betalingerne afvikles enkeltvist, øjeblikkeligt og endeligt på deltagernes konti.
Relayed link	Link, hvor der ikke er direkte forbindelse mellem investor CSD og issuer CSD, som fx linket fra VP til EOC, men hvor der udveksles transaktioner gennem en tredje CSD, der fungerer som intermediary.
Samledepot	Omnibus account, fx en VP-konto, hvorpå kontohaver opbevarer værdipapirer for flere personer.
Systemisk risiko	Risikoen for at et finansielt instituts manglende opfyldelse af sine forpligtelser ved forfald medfører, at andre finansielle institutter ikke kan opfylde sine forpligtelser ved forfald.
SSS	Securities Settlement System, et system, hvor værdipapirer og andre finansielle aktiver kan opbevares og overføres enten Free of Payment (FoP) eller Delivery versus Payment (DvP).
Sikkerhedsretskonto	Konto i Nationalbanken, hvor træk under sikkerhedsretten debiteres.
Udsteder CSD	Den CSD, hvor et elektronisk værdipapir er udstedt, eller hvor et fysisk værdipapir er immobiliseret og registreret elektronisk.