



Vurdering af VP- afviklingen

Efter ESCB/CESR-anbefalingerne til
værdipapirafviklingssystemer

Marts 2012

Indhold

1 INDLEDNING	1
1.1 Anbefalinger til værdipapirafviklingssystemer	1
1.2 Finanstilsynets og Nationalbankens rolle	2
1.3 Struktur, afgrænsning og metode.....	3
1.4 Sammenfatning	4
2 BESKRIVELSE AF VP-SYSTEMET OG ARKEDSINFRASTRUKTUREN ..	7
2.1 VP Securities A/S.....	7
2.2 VP-systemet og dets deltagere	8
2.3 Værdipapirmarkedet og -infrastrukturen	9
2.4 Handelssystemer og indrapportering til VP.....	10
2.5 Afviklingsforløbet	11
2.6 Pengeafvikling og Delivery-versus-Payment.....	13
2.7 Target2-Securities, europæisk lovgivning og nye anbefalinger.	16
3 VURDERING AF VP-AFVIKLINGEN EFTER DE	
19 ANBEFALINGER	18
3.1 Anbefaling 1 – juridisk grundlag	19
3.2 Anbefaling 2 – bekræftelse og matching af handler	23
3.3 Anbefaling 3 – afviklingscyklus og åbningstider.....	26
3.4 Anbefaling 4 – centrale modparter	30
3.5 Anbefaling 5 – værdipapirudlån.....	33
3.6 Anbefaling 6 - værdipapircentraler	35
3.7 Anbefaling 7 – Delivery-versus-Payment (DvP).....	37
3.8 Anbefaling 8 – endelighed i afviklingen	39
3.9 Anbefaling 9 – kontroller til sikring af afviklingen	42
3.10 Anbefaling 10 – betalingsafvikling.....	46
3.11 Anbefaling 11 – operationel risiko	49
3.12 Anbefaling 12 – beskyttelse af kunders værdipapirer.....	53
3.13 Anbefaling 13 – governance.....	55
3.14 Anbefaling 14 – adgang	57
3.15 Anbefaling 15 – effektivitet.....	59
3.16 Anbefaling 16 – kommunikationsstandarder.....	61
3.17 Anbefaling 17 – gennemsigtighed	63
3.18 Anbefaling 18 – regulering, tilsyn og overvågning.....	65
3.19 Anbefaling 19 – risici ved links	67
4 KILDER	70

1 Indledning

Værdipapirafviklingssystemer er centrale i den finansielle infrastruktur. Værdipapirer til en værdi af milliarder af kroner skifter dagligt hænder. Personer, virksomheder og andre søger at investere opsparede midler, afdække risici og gennemføre betalinger. Finansielle institutter benytter værdipapirer til likviditets- og risikostyring. Långivere kræver sikkerhed i form af værdipapirer, når de yder kredit. Sidstnævnte er eksempelvis tilfældet, når finansielle institutter låner hos Danmarks Nationalbank. I forbindelse med alle disse funktioner er det vigtigt, at afviklingen af værdipapirhandel og opbevaringen af værdipapirer finder sted på betryggende vis. Et sikkert værdipapirafviklingssystem bidrager til finansiell stabilitet.

Nationalbanken har ansvaret for at overvåge systemisk vigtige betalings- og afviklingssystemer. En del af overvågningen består i at vurdere systemerne mod internationale standarder og anbefalinger. Værdipapirafviklingssystemet i VP Securities A/S (VP) er et af tre systemer¹, der er systemisk vigtige i den danske betalingsinfrastruktur, og som derfor bør leve op til sådanne standarder. Formålet med denne rapport er at vurdere værdipapirafviklingen efter internationale anbefalinger til værdipapirafviklingssystemer.

1.1 ANBEFALINGER TIL VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

I maj 2009 offentliggjorde ESCB, Det Europæiske System af Centralbanker, og CESR, Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg, 19 anbefalinger til værdipapirafviklingssystemer². Denne vurderingsrapport er bygget op omkring disse anbefalinger.

Anbefalingerne har til formål at fremme en konkurrencedygtig, effektiv og sikker infrastruktur for europæisk værdipapirhandel. De skal derudover bidrage til beskyttelse af investorer, øget tillid til de finansielle markeder og en mindselse af systemiske risici.

Anbefalingerne er som udgangspunkt adresseret til offentlige myndigheder og ikke til ejerne af systemerne. Det indebærer, at myndighederne skal tilskynde og overvåge, at anbefalingerne følges. ESCB/CESR-

¹ De to andre er Kronos, Nationalbankens RTGS-system, og Sumclearingen, det danske system til clearing og afvikling af detailbetalinger.

² **Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union.** CESR har siden skiftet navn til ESMA, og rapporten kan findes på ESMA's hjemmeside: www.esma.europa.eu.

rapporten slår imidlertid også fast, at det er systemejerne, der har det endelige ansvar for, at deres systemer er sikre og effektive.

Da VP-afviklingen senest blev vurderet, skete det efter CPSS/IOSCO-anbefalingerne, som blev udgivet i 2001.¹ ESCB/CESR-anbefalingerne bygger på og deler mange fællestræk med CPSS/IOSCO-anbefalingerne. De primære forskelle mellem de to sæt standarder er, at ESCB/CESR-anbefalingerne er tilpasset en europæisk kontekst og i visse tilfælde stiller skærpede krav til systemerne.

1.2 FINANSTILSYNETS OG NATIONALBANKENS ROLLE

VP har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapircentral og clearingcentral efter lov om værdipapirhandel m.v.² (værdipapirhandelsloven). Virksomhed som værdipapircentral og som clearingcentral kan drives adskilt eller samlet i samme selskab. Dette er tilfældet for VP, der driver virksomhed som clearingcentral og værdipapircentral i samme selskab.

Finanstilsynet fører tilsyn med VP. Formålet er at sikre, at VP overholder lov om værdipapirhandel m.v. og regler, der er udstedt i medfør af loven.

Nationalbankens overordnede rolle i relation til betalings- og afviklingssystemer er forankret i Nationalbanklovens § 1, hvori det hedder, at Nationalbanken har til opgave at "opretholde et sikkert pengevesen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning". Nationalbankens rolle som overvåger er afledt af dette. I 2006 blev Nationalbankens ansvar for overvågning af betalingssystemer endvidere lovfæstet i værdipapirhandelsloven. Ifølge lovens § 86, stk. 2 skal Nationalbanken overvåge systemisk vigtige betalingssystemer. Værdipapirafviklingen er ikke et betalingssystem i lovens forstand. Af lovbemærkningerne fremgår det imidlertid, at denne overvågning svarer til Nationalbankens i forvejen eksisterende overvågning af clearing- og værdipapircentraler. Det fremgår også af en samarbejdsaftale mellem Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet fra 2006, at Nationalbanken har ansvar for overvågning af værdipapirafviklingen.³

Værdipapirafviklingen er systemisk vigtig. Den udgør et væsentligt element i pengeinstitutternes likviditetsstyring og påvirker derved deres muligheder for at afvikle betalinger. Betalingen for værdipapirhandler afvikles på konti i Nationalbanken, og Nationalbanken og VP har derfor

¹ CPSS, **Committee on Payment and Settlement Systems**, er en komite, som er knyttet til Bank for International Settlements. IOSCO er et internationalt samarbejde mellem myndigheder, der fører tilsyn med værdipapirmarkeder.

² Lovbekendtgørelse nr. 883 af 9. august 2011.

³ Samarbejdsaftalen er offentligt tilgængelig og kan findes på Nationalbankens hjemmeside.

indgået en aftale om vilkårene for pengeafviklingen. Ifølge aftalen skal VP efterleve de generelle krav, Nationalbanken måtte stille til VP's clearing- og afviklingssystem. De pengepolitiske transaktioner er samtidig indirekte afhængige af VP, da lån i Nationalbanken som hovedregel gives mod sikkerhed i værdipapirer, der er placeret i depoter i VP. For at sikre Nationalbanken mod kreditrisiko er det derfor nødvendigt, at sikkerhedsstillelsen i VP fx er juridisk velfunderet.

I praksis indebærer rollen som overvåger, at Nationalbanken vurderer, om systemerne lever op til internationale standarder. Endvidere består overvågningen i at foranledige ændringer i systemerne, hvis det findes nødvendigt. Vurderingen mod internationale standarder hænger sammen med dette, da manglende opfyldelse af standarderne typisk vil foranledige ændringer i systemerne.

Udstrækningen og indholdet af Nationalbankens rolle som overvåger er nærmere beskrevet i Finansiell Stabilitet (2007).

1.3 STRUKTUR, AFGRÆNSNING OG METODE

Omdrejningspunktet i denne vurderingsrapport er de 19 anbefalinger i ESCB/CESR-rapporten. Der er for hver anbefaling et afsnit i denne vurderingsrapport, der indeholder en kort beskrivelse af indholdet af standarden, en gennemgang af VP-afviklingen i forhold til anbefalingen og endelig en samlet vurdering af, i hvilket omfang anbefalingen er opfyldt.

For den enkelte anbefaling kan konklusionen lyde, at den er opfyldt i større eller mindre grad. Konkret benyttes fem kategorier i bedømmelsen af en anbefaling: **observed**, **broadly observed**, **partly observed**, **non-observed** eller **not applicable**. Der er ikke en entydig definition af disse kategorier. For hver enkelt standard lægges der vægt på forskellige aspekter ved vurderingen af, om indholdet af den enkelte anbefaling er opfyldt. Disse aspekter fremgår af annekset til ESCB-CESR-rapporten, der indeholder en vejledning til vurderingen af, om et system lever op til anbefalingerne. Det fremgår dog, at vejledningen ikke skal følges mekanisk. Der kunne fx være tilfælde, hvor systemejerer har adresseret en risiko på en anden (og tilfredsstillende) vis, end der er lagt op til i standarderne. I det omfang, der er særlige forhold ved VP-systemet, som ikke direkte adresseres i standarderne, er disse derfor også blevet inddraget.

I afsnittene om anbefalingerne forudsættes et generelt kendskab til VP-afviklingen. Rapportens sektion 2 indeholder derfor en beskrivelse af

de væsentligste elementer af VP-afviklingen og dens rolle i den finansielle infrastruktur.¹

I rapporten sondres mellem værdipapirafviklingen i VP og VP som virksomhed. Rapporten handler om førstnævnte. Fokus er således på afvikling, opbevaring af værdipapirer og andre problemstillinger, der diskuteres i anbefalingerne. VP har flere forretningsområder, der falder uden for den beskrivelse, og de indgår derfor ikke i rapporten. VP's finansielle forhold berøres også kun kortfattet, da det emne ikke direkte er omfattet af anbefalingerne.²

Indholdet af rapporten bygger på en række kilder. I annekset til ESCB/CESR-rapporten er der spørgsmål til hver standard. VP har besvaret disse spørgsmål, og besvarelsen udgør en af de primære kilder. VP's vejledninger, især clearingreglerne, er også væsentlige kilder. Det samme gælder Værdipapirhandelsloven. Endelig har VP og Nationalbanken ved flere lejligheder drøftet anbefalingerne.

1.4 SAMMENFATNING

VP opfylder generelt ESCB/CESR-anbefalingerne. En oversigt over anbefalingerne er givet i tabel 1. Af de 19 anbefalinger er 18 **observed**. En enkelt er **broadly observed**. Det drejer sig om anbefaling 3, der vedrører åbningstider. Der er endvidere flere tilfælde, hvor VP overholder anbefalingerne, men hvor der alligevel er knyttet kommentarer til vurderingen.

OVERORDNEDE KONKLUSIONER		Tabel 1
Anbefaling	Konklusion	
Anbefaling 1 – juridisk grundlag	Observed	
Anbefaling 2 – bekræftelse og matching af handler	Observed*	
Anbefaling 3 – afviklingscyklus og åbningstider	Broadly observed	
Anbefaling 4 – centrale modparter	Observed*	
Anbefaling 5 – værdipapirudlån	Observed	
Anbefaling 6 – værdipapircentraler	Observed	
Anbefaling 7 – Delivery-versus-Payment (DvP)	Observed	
Anbefaling 8 – endelighed i afviklingen	Observed	
Anbefaling 9 – kontroller til sikring af afviklingen	Observed*	
Anbefaling 10 – betalingsafvikling	Observed	
Anbefaling 11 – operationel risiko	Observed	

¹ Læsning af rapporten forudsætter kendskab til en række tekniske termer: clearing, afvikling, etc. Definitioner og forklaringer af disse kan findes i Danmarks Nationalbank (2005), **Betalingsformidling i Danmark**.

² CPSS/IOSCO arbejder på et nyt sæt principper for finansielle markedsinfrastrukturer, jf. afsnit 2.7, og de principper omfatter infrastrukturens finansielle situation.

Anbefaling 12 – beskyttelse af kunders værdipapirer	Observed
Anbefaling 13 – governance	Observed
Anbefaling 14 – adgang	Observed
Anbefaling 15 – effektivitet	Observed
Anbefaling 16 – kommunikationsstandarder	Observed
Anbefaling 17 – gennemsigtighed	Observed
Anbefaling 18 – regulering, tilsyn og overvågning	Observed
Anbefaling 19 – risici ved links	Observed

* Anbefalingen er observed, men der er tilføjet uddybende kommentarer til bedømmelsen.

Kommentarer til udvalgte anbefalinger er opsummeret nedenfor:

Anbefaling 2

Bekræftelse af handelsvilkår (matching) bør finde sted umiddelbart efter en handels indgåelse. I VP er mere end 90 pct. af handler matchet på handelsdagen og mere end 98 pct. den efterfølgende dag. Når handler ikke umiddelbart kan matches, skyldes det sandsynligvis tilstedeværelsen af indirekte, udenlandske deltagere, for hvem det kan tage længere tid at indrapportere handler.

Benchmark for, hvornår handler bør indrapporteres, er højere ved handler mellem direkte deltagere, end når indirekte deltager indgår i handlerne. VP har ikke detaljerede data, der tillader at fastslå, hvem der er årsag til sene indrapporteringer. Der er således heller ikke samlede tal for handler hhv. med og uden indirekte deltagere, og det kan derfor ikke fastslås, om VP lever op til internationale benchmark.

Det vil være hensigtsmæssigt, hvis VP etablerede et bedre datagrundlag og ikke blot til dette formål. Som beskrevet i vurderingen af VP efter anbefaling 9, vil der være en række fordele forbundet med et styrket datagrundlag. VP har gjort opmærksom på, at omkostningerne ved at forbedre datagrundlaget muligvis ikke står mål med gevinsterne. Det anbefales, at VP foretager en analyse af muligheden for at etablere et bedre datagrundlag og afvejer fordelene ved dette mod omkostningerne.

Anbefaling 3

Ifølge anbefaling 3 skal en værdipapircentral som minimum holde åbent i samme tidsrum som det betalingssystem, hvor pengeafvikling i den relevante valuta finder sted. VP lever op til denne anbefaling for kroner, men ikke euro, da der er Target2-åbningsdage, hvor afvikling ikke finder sted i VP's systemer. Ifølge VP skyldes det, at deltagerne hidtil ikke har ønsket, at VP holder åbent på disse dage.

For nærværende udgør afviklingen i euro en brøkdel af den samlede afvikling, og der vurderes ikke at være væsentlige risici forbundet med, at VP ikke holder åbent på de givne dage. Som følge af den øgede integration af de europæiske værdipapirmarkeder anbefales det dog, at der indføres afvikling i euro på alle Target2-åbningsdage. Det er positivt, at VP planlægger at indføre afvikling af euro på alle Target2-åbningsdage som led i introduktionen af Target2-Securities.

Selv om den samlede afviklingsprocent i VP lever op til internationale benchmarks, konstateres det også, at afviklingsprocenten for aktier bør være højere og samtidig ikke er blevet forbedret af introduktionen af en central modpart på aktiemarkedet. Det skyldes bl.a., at incitamenterne til rettidig afvikling ikke har været tilpasset et marked med en central modpart. VP har i samarbejde med markedsdeltagerne udarbejdet en ny incitamentsstruktur for afviklingen, som er ved at blive indfaset. Det anbefales, at der løbende følges op på afviklingsprocenten for aktier, samt at effekterne af den nye incitamentsstruktur evalueres.

Anbefaling 9

I forbindelse med vurderingen af, om VP lever op til anbefaling 9, er der foretaget en række stresstests af afviklingsforløbet. En vanskelighed i den forbindelse har været, at historiske data ikke er umiddelbart tilgængelige for analyse. Det er derfor ikke muligt at analysere en række interessante 'hvad-hvis'-scenarier. Som nævnt oven for (se anbefaling 2) anbefales det derfor, at muligheden for at etablere et bedre datagrundlag undersøges. Et mere fuldstændigt datagrundlag vil samtidig tillade VP at undersøge andre interessante problemstillinger, fx konsekvenserne af ændringer i indretningen af afviklingsforløbet.

Det bemærkes også, at CPSS/IOSCO er i gang med at udarbejde nye principper for finansielle markedsinfrastrukturer, jf. afsnit 2.7, og i disse ventes der med virkning fra 2013 at blive stillet skærpede krav til klarhed omkring håndteringen af konkurstilfælde. Når de nye principper endeligt offentliggøres, anbefales det, at VP undersøger om det nuværende dokumentationsgrundlag (fx clearingreglerne) lever op til kravene i principperne.

2 Beskrivelse af VP-systemet og markedsinfrastrukturen

VP står for en række vigtige funktioner i den danske værdipapirhandelsinfrastruktur: registrering af ejerskab over værdipapirer, afvikling af værdipapirhandler, håndtering af corporate actions mv. Det store flertal af handler med danske aktier, obligationer og investeringsforeningsbeviser afvikles i VP's systemer. Ved værdipapirafvikling forstås, at der sker en endelig overførsel af værdipapirer. Mange personer har værdipapirdepoter, der er placeret hos VP. Ved udgangen af 2010 var der 3,6 mio. depoter, fordelt mellem 2,2 mio. kontohavere.¹

I det følgende gives en beskrivelse af VP og dets afviklingssystem. Først forklares VP's clearing- og afviklingsaktiviteters rolle i infrastrukturen på det danske værdipapirmarked.

2.1 VP SECURITIES A/S

VP Securities A/S er i dag et aktieselskab, der ejes af forskellige aktører på værdipapirmarkedet. Aktierne i VP er fordelt med 32 pct. til pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, 28 pct. til de obligationsudstedende selskaber, 24 pct. til Danmarks Nationalbank, 8 pct. til aktieudstedere og 8 pct. til institutionelle investorer. Aktionærernes indbyrdes forhold er reguleret af en aktionæroverenskomst.

VP blev oprettet i 1980, og i 1983 påbegyndte man registrering og afvikling af dematerialiserede obligationer. I 1988 kom aktier til. Alle danske værdipapirer, der er noteret på Nasdaq OMX Nordic, udstedes i dag papirløst og registreres og afvikles elektronisk i en værdipapircentral, for danske aktier, investeringsforeningsbeviser og obligationers vedkommende i VP.

VP havde tidligere monopol på registrering af værdipapirer, men dette blev ophævet med vedtagelsen af værdipapirhandelsloven i 1995. VP er dog stadig det eneste selskab, der har tilladelse til at drive virksomhed som værdipapircentral i Danmark.

I 2008 oprettede VP et datterselskab, VP LUX, der fører virksomhed som værdipapircentral i Luxembourg, men som benytter VP's systemer og operationelt drives i Danmark. Danske banker og realkreditinstitutter

¹ Jf. VP årsrapport 2010.

har foretaget en række udstedelser af danske realkreditobligationer denomineret i euro gennem VP LUX. VP LUX overvåges af Banque Centrale du Luxembourg, som har planlagt at skrive en særskilt vurderingsrapport om VP LUX.

En værdipapircentral skal have et vist kapitalberedskab. Efter Værdipapirhandelslovens § 82 skal det udgøre mindst 1 mia. kr. i form af hæftelser. I praksis er dette opfyldt ved, at de kontoførende institutter i VP, dvs. de institutter, der også fører registreringsvirksomhed på andres vegne, bidrager til det samlede kapitalberedskab ved sådanne hæftelser.

VP har i en årrække haft overskud, og egenkapitalen udgør størstedelen af passivsiden på balancen. I regnskabsåret 2011 var VP's resultat før skat 80,5 mio.kr. Af balancen på 257,0 mio.kr. udgjorde egenkapitalen¹ 204,1 mio.kr.

2.2 VP-SYSTEMET OG DETS DELTAGERE

VP's virksomhed kan opdeles i to kerneområder: registreringsvirksomhed og clearing- og afviklingsvirksomhed. Dette er afspejlet i de forskellige former for deltagelse, der er mulige i VP's system.

Der er 147 deltagere², også kaldet centraldeltagere, som er tilsluttet VP-systemet. En deltager kan være tilsluttet som enten kontoførende institut eller clearingdeltager eller begge dele.

Det er de kontoførende institutter, som deltager i VP's registreringsvirksomhed. De kan fx oprette depoter i VP på egne og andres vegne og kan også fungere som udstedelsesansvarlige. Andre kunder skal benytte et andet institut som kontofører.

Clearingdeltagere deltager i VP's clearing- og afviklingsvirksomhed og kan fungere som afviklings- og betalingsansvarlige. Afviklingsansvarlige kan indrapportere handler på egne vegne og evt. på andres vegne, hvis de også er kontoførende. Betalingsansvarlige er tilsluttede som primære betalingsstillere og indestår for betalingen i forbindelse med afviklingen. Hvis en afviklingsansvarlig ikke er betalingsansvarlig, skal vedkommende tilsluttes en primær betalingsstillere.

Forholdet mellem VP og deltagerne er reguleret gennem en generel tilslutningsaftale og delaftaler, som afhænger af deltagernes funktionsområder, fx er der en særlig aftale for kontoansvarlige.

¹ Inklusive bunden fondsreserve.

² Pr. 25. maj 2011 ifølge VP's hjemmeside. Tallet lader dog til at overvurdere det egentlige antal af deltagere, da nogle deltagere fremgår flere gange af VP's deltagerliste.

2.3 VÆRDIPAPIRMARKEDET OG -INFRASTRUKTUREN

VP er del af en større markedsinfrastruktur. Før værdipapirer afvikles i VP, handles de, fx på fondsbørsen, en alternativ handelsplatform eller direkte mellem modparterne. Den proces, der finder sted mellem handel og afvikling, kaldes clearing og indbefatter en række processer såsom indrapportering af handler, matching af handelsvilkår mv.

Værdipapirmarkedet i Danmark er hovedsageligt et marked i aktier, investeringsforeningsbeviser og obligationer. Det er primært disse aktivtyper, der er registreret og udstedt i VP, og de er typisk også noterede på fondsbørsen, Nasdaq OMX Nordic. VP kan også registrere andre former for værdipapirer, fx unoterede aktier. Udvalgte nøgletal for VP for året 2010 er givet i tabel 2.

UDSTEDELSE I VP Tabel 2

	Antal udstedte serier, ultimo	Markedsværdi, mia. kr., ultimo	Transaktioner pr. dag	Omsætning pr. dag, mia. kr.
Obligationer	2.392	4.151	3.980	138,8
Aktier og investeringsforeningsbeviser	1.163	1.899	39.040	19,4

Anm.: Tal for transaktioner og omsætning er afrundede. Omsætningen er givet ved markedsværdien af værdipapirer, der er blevet flyttet mellem depoter.

Kilde: VP, årsrapport 2011

Der foretages flest transaktioner med aktier og investeringsforeningsbeviser, men målt efter værdi er obligationsmarkedet markant større. De fleste af obligationerne er realkreditobligationer, herunder SDO'er og SDRO'er, og det danske realkreditmarked er stort, selv i international sammenhæng.

Obligationsmarkedet er primært et **over-the-counter**-marked, dvs. at obligationerne ikke handles over fx børser, men direkte mellem modparterne. Der er generelt en stabil, høj omsætning, som er særlig stor omkring de auktioner, hvor der sælges nye obligationer for at refinansiere rentetilpasningslån. De største auktioner finder sted i november og december, hvor der sælges nye obligationer for op til 600 mia. kr. Disse handler afvikles typisk første bankdag i det nye år, som derfor er årets største afviklingsdag. En del auktioner er dog nu blevet spredt over flere kvartal.

Der er også et likvidt marked for danske statspapirer. Statspapirer handles på flere handelsplatforme, herunder især MTS Denmark, hvor en gruppe af **primary dealers** fungerer som **market makers**.¹

¹ For en nærmere beskrivelse af statsgældsmarkedet, se Nationalbankens hjemmeside under "Statsgæld".

Størstedelen af handlen med danske aktier finder sted på Nasdaq OMX København, hvor der dagligt handles aktier for omkring 2,8 mia. kr.¹ Efter implementeringen af MiFID-direktivet er der dog kommet flere alternative handelsplatforme, såkaldte **multilateral trading facilities**, til, og en del af aktiehandlen finder nu sted på disse. Der handles også en række derivater på Nasdaq OMX, men disse handles og cleares i Sverige.

Infrastrukturen på aktiemarkedet ændrede sig i efteråret 2009, da en central modpart, EMCF, trådte ind på de nordiske markeder. Siden da er handler med large-cap-aktier således blevet clearret gennem den centrale modpart. I 2012 er flere centrale modparter trådt ind på det danske marked.

2.4 HANDELSSYSTEMER OG INDRAPPORTERING TIL VP

Det første skridt efter indgåelse af en handel er indrapportering. Hvis en værdipapirhandel skal afvikles i VP, skal den kort efter handlens indgåelse indrapporteres til VP af både køber og sælger. I et system som MTS Denmark indrapporteres handler automatisk af systemet på begge parter vegne. Handler kan indrapporteres til afvikling i en af nettoafviklingsblokkene eller, hvis visse betingelser er opfyldt, til bruttoafvikling (straksafvikling). Ikke alle deltagere har de samme rettigheder. Private investorer, som ikke er afviklingsansvarlige, kan fx ikke indrapportere handler.

Indrapporteringen består af flere delelementer. Først skal deltagerne sende en foradvisering (preadvice), hvorefter en makkersøgning (matching) finder sted. Makkersøgningen er et tjek af, at der er overensstemmelse mellem købers og sælgers indrapporterede data, herunder beløb og afviklingstidspunkt. Parterne har mulighed for at aftale en hvilken som helst afviklingsdag fra handelsdagen, dvs. T+0, til T+365. Markedskutymen er T+3 for de fleste værdipapirer.

Efter makkersøgningen stiller VP uddata til rådighed for parterne og eventuelt andre centraldeltagere, der deltager i afviklingen af den pågældende handel. Efter dette skal handelsparterne sende en bekræftelse (instruct) af, at handlen kan afvikles. Foradvisering og bekræftelse kan sendes samlet, som det bl.a. er tilfældet ved handler på MTS Denmark.

En væsentlig del af processen vil ofte være automatiseret og foregå ved hjælp af straight-through-processing, STP. VP tilbyder eksempelvis et system, vp.TRADE STP, der automatisk kan danne og indsende foradviseringer ved handler foretaget på Nasdaq OMX's handelssystemer eller på

¹ Jf. Nasdaq OMX 2010 statistik.

Burgundys¹ handelsplatform. Også ved **over-the-counter-handler** vil proceduren typisk foregå ved STP. Ved handler gennem en central modpart er proceduren lidt anderledes, idet der ikke sker en indrapportering for hver enkelt handel. I stedet opgør hver deltager sin nettoposition over for den centrale modpart i hver handlet large cap-aktie og sender en samlet nettoindrapportering.

2.5 AFVIKLINGSFORLØBET

Når der er foretaget makkersøgning og bekræftelse, er en handel klar til afvikling og vil blive søgt afviklet i VP's system. De fleste handler afvikles i nettoafviklingsblokke. Før afviklingen af en blok finder en multilateral netting sted: Systemet beregner deltagernes nettokøb eller –salg af hvert enkelt værdipapir og deres samlede nettobetalingsforpligtelse, hvorefter en overførsel af værdipapirer og penge finder sted. Denne afviklingsmodel bliver betegnet BIS DvP-model 3 (efter en BIS-rapport, som bl.a. beskrev forskellige afviklingsmodeller²). BIS DvP-model 3 er kendetegnet ved, at både afviklingen af værdipapirhandler og betaling for disse finder sted på nettobasis. DvP står for **Delivery-versus-Payment** og betyder, at der sker en samtidig betaling for og overførsel af værdipapirer.

VP's afviklingsdøgn begynder kl. 18.00 og afsluttes straks inden kl. 18.00 den følgende bankdag. Hvert afviklingsdøgn gennemfører VP seks nettoafviklingsblokke for værdipapirhandler, der har retsvirkningstidspunkt på følgende klokkeslæt: 18.00, 00.35, 06.00, 10.15, 12.00 og 13.35. Handler kan også afvikles på bruttobasis mellem kl. 8 og kl. 15. Bruttoafvikling er også kendt som BIS DvP-model 1. I de første tre blokke afvikles i både danske kroner og euro, medens der i den fjerde og femte blok kun afvikles danske kroner og i sidste blok kun eurohandler. De væsentligste elementer af afviklingsdøgnet er illustreret i figur 1.

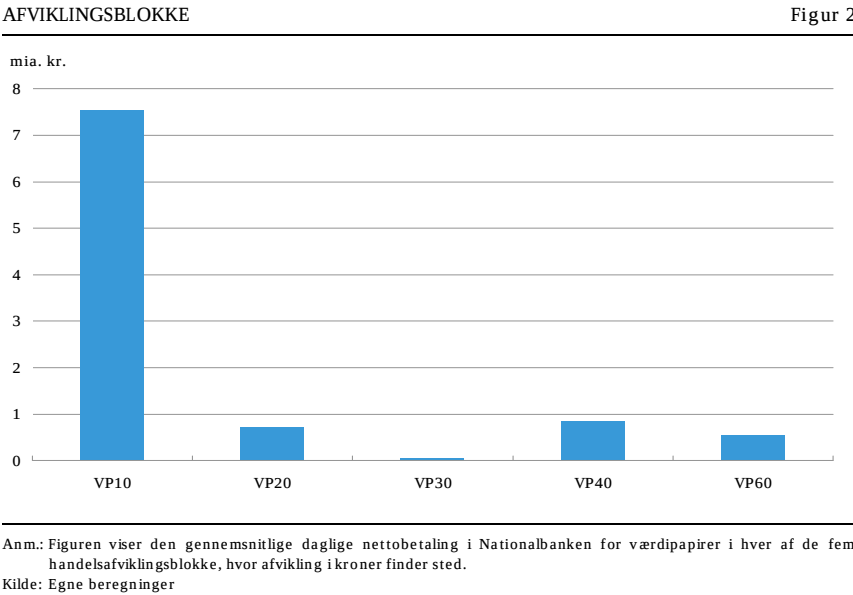
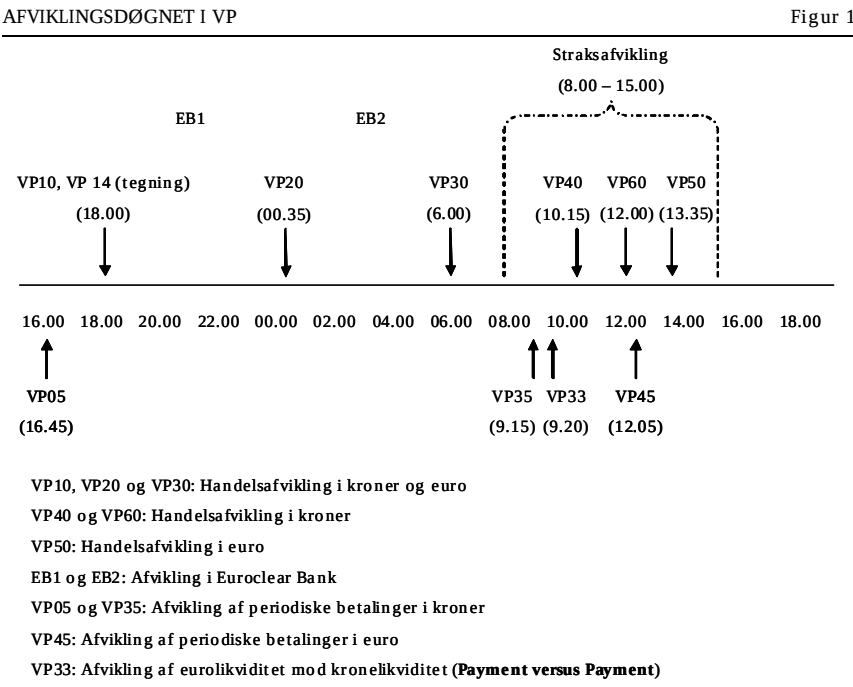
De tre første afviklingsblokke er placeret omkring to afviklingsblokke i den internationale værdipapircentral Euroclear. Formålet med dette er at skabe et effektivt link mellem VP og Euroclear. Som eksempel kan en udenlandsk deltager, der er medlem af Euroclear, købe VP-registrerede værdipapirer i den første blok i Euroclear og sælge dem videre til en dansk deltager allerede i den efterfølgende VP-blok. Links diskuteres nærmere i afsnit 3.19 om anbefaling 19.

Kutyme blandt clearingdeltagerne er, i overensstemmelse med VP's clearingregler, at handler afvikles i blok 10. Det er også, hvad der oftest

¹ Burgundy er en af de førømtalte **multilateral trading facilities**.

² Beskrevet i **BIS Papers no. 30** om "Clearing, settlement and depository issues".

sker i praksis. Figur 2 viser den gennemsnitlige daglige nettobetaling for værdipapirer i de blokke, hvor handler i kroner afvikles.



Ud over handelsafviklingen finder afvikling af periodiske betalinger såsom renter og udbytter også sted i VP-systemet. Det sker i en blok 35 (kl. 9.15) og blok 45 (kl. 12.05), hvor periodiske betalinger i hhv. kroner og euro afvikles. I blok 5 (kl. 16.45) afvikles periodiske betalinger fra statsobligationer. Afvikling af periodiske betalinger i VP kan også ske i svenske og islandske kroner. Det skyldes, at VP har links til de svenske og islandske værdipapircentraler, Euroclear Sweden og VS, idet VP skal distribuere periodiske betalinger til de investorer i VP, der holder svenske og islandske værdipapirer via linket.

I VP's datterselskab, VP LUX, finder periodiske betalinger sted kl. 11.05 i VP LUX' eneste afviklingsblok (også kaldet blok 45), mens der i løbet af afviklingsdøgnet er mulighed for overførsel af værdipapirer både med (DvP) og uden (FoP, se følgende sektion for forklaring) betaling. Værdipapirer placeret i VP LUX kan også overføres til andre værdipapircentraler, heriblandt VP og Clearstream, via links.

Om formiddagen gennemføres også en særlig **Payment-versus-Payment**-afviklingsblok, blok 33 eller PVP-blokken, hvor kroner og euro ombyttes. Betalingen for eurohandlerne er i første omgang blevet foretaget i kroner i nattens afviklingsblokke, men i PVP-blokken udveksles euro mod kroner, så nettoresultatet er afvikling i euro. Denne konstruktion er nødvendig, fordi Danmark som ikke euro-land ikke har adgang til natlig eurolikviditet.

For afvikling, der involverer centrale modparter, gælder derudover nogle særlige regler, idet dellevering kan finde sted i blok 40. En central modpart er som udgangspunkt en mellemmand, som ikke selv tager nogen positioner. Dens køb af værdipapirer modsvares præcist af dens salg. Hvis den centrale modpart ikke modtager købte værdipapirer rettidigt, kan den ikke viderelevere dem. Der er derfor indført dellevering. Det betyder, at den centrale modpart har mulighed for at viderelevere modtagne værdipapirer, også selv om de ikke svarer til den fulde leveringsforpligtelse.¹

2.6 PENGEAFVIKLING OG DELIVERY-VERSUS-PAYMENT

Værdipapirtransaktioner indebærer som regel både en overførsel af værdipapirer og penge (som betaling for værdipapirerne). Der er også såkaldte **Free-of-Payment-transaktioner** (FOP), som bl.a. bruges når en part overfører et værdipapir til en anden uden betaling, fx i forbindelse

¹ Hvis fx der er tre sælgere og en køber i en given fondskonde, og den ene sælger ikke leverer, kan CCP'en således stadig viderelevere værdipapirerne fra de to andre sælgere.

med sikkerhedsstillelse. Værdipapirafviklingen finder sted i VP, mens pengeafviklingen sker på VP-afviklingskonti i Nationalbanken.

Nationalbankens systemer kommunikerer med VP i forbindelse med afviklingen. For at gennemføre en afviklingsblok skal deltagerne levere værdipapirer og betale for leveringerne. VP foretager en beholdningskontrol for at sikre, at deltagerne på nettobasis har de værdipapirer, de skal levere. Der finder også en pengekontrol sted. Forud for gennemførelsen af en afviklingsblok meddeler Nationalbanken indeståendet på deltagerens afviklingskonti inklusive sikkerhedsret, jf. boks 1, til VP. Der angives således en grænse for deltagerens trækningsadgang, og i forbindelse med meddelelsen garanterer Nationalbanken over for VP at ville registrere betalinger inden for grænsen.

Ved afslutningen af en afviklingsblok sender VP en meddelelse til Nationalbanken om bogføringsgrundlaget, og Nationalbanken bogfører betalingerne på deltagerens afviklingskonti, mens VP bogfører handlerne på de berørte værdipapirkonti. Der er således samtidighed mellem værdipapirafviklingen og pengeafviklingen. Efter overførslerne er foretaget, er afviklingen endelig, og registreringens retsvirkning indtræder samtidig for samtlige handler og betragtes som gennemført på blokkenes retsvirkningstidspunkter.

Denne model, hvor kommunikation løbende finder sted mellem værdipapirafviklingssystemet og betalingssystemet, beskrives generelt som en **interfaced** model. Dette er i kontrast til en såkaldt **integrated** model, hvor pengekontiene er placeret i selve værdipapirafviklingssystemet.

Deltagerne har brug for likviditet til at betale for deres værdipapirindkøb. Det pengepolitiske døgn i Nationalbanken begynder kl. 16.00, og imellem kl. 16.00 og kl. 16.30 har deltagerne mulighed for at overføre penge fra deres foliokonti til VP-afviklingskonti, så de er klar til handelsafviklingen om aftenen og om natten.

Deltagerne kan skaffe likviditet ved at optage intradag-lån i Nationalbanken. Inden for døgnet stiller Nationalbanken ubegrænset og uforrentet kredit til rådighed mod tilstrækkelig sikkerhedsstillelse.¹ Det kan ske ved almindelig pantsætning eller ved brug af sikkerhedsretten, jf. boks 1. Ved brug af sikkerhedsretten behøver deltagerne ikke at foretage nogen overførsel mellem kl. 16.00 og kl. 16.30. Hvis de køber værdipapirer, sker der automatisk et træk på sikkerhedsretten (dvs. de får et intradag-lån), så længe der er tilstrækkelig sikkerhed i sikkerhedsredepotet.

¹ Nationalbankens regler for sikkerhedsstillelse er beskrevet i Poffet (2010).

SIKKERHEDSRETEN	Boks 1
Sikkerhedsretten er en ordning til sikkerhedsstillelse for intradag-kredit i danske kroner. Under sikkerhedsretten stiller deltagere sikkerhed i værdipapirer i et eller flere udpegede værdipapirdepoter i VP, typisk handelsdepotet. Sikkerhedsretten er en mere fleksibel låneordning end traditionelt pant. Sikkerhedsretten binder i modsætning til traditionelt pant ikke bestemte aktiver i et sikkerhedsdepot. Under sikkerhedsretten får Nationalbanken i stedet pant i en del af værdien af kontohavers værdipapirer, fratrullet et haircut, svarende til det lånte beløb. Kontohaver kan frit råde over værdipapirerne i sikkerhedsdepotet, så længe værdien i depotet overstiger det samlede lån under sikkerhedsretten. Ved brug af sikkerhedsretten kan købte værdipapirer endvidere anvendes som sikkerhed for intradag-kredit allerede i den afviklingsblok, hvor værdipapirerne modtages. Ved traditionelt pant kan værdipapirer først bruges som sikkerhed for intradag-kredit i senere afviklingsblokke. Sikkerhedsretten binder således færre værdipapirer ved afviklingen af værdipapirhandler end traditionelt pant. En kontohaver, der ønsker at anvende sikkerhedsretten, skal have indgået en sikkerhedsretsaftale med Nationalbanken og have oprettet en sikkerhedsretskonto i danske kroner. På sikkerhedsretskontoen debiteres kontohavers lån under sikkerhedsretten, mens nedbringelse af lån krediteres kontoen. Saldoen på sikkerhedsretskontoen afspejler således Nationalbankens sikkerhedsret i kontohavers aktiver. VP administrerer på vegne af Nationalbanken pantet i sikkerhedsdepoterne. Nationalbanken giver VP meddelelse om de værdipapirer, der kan pantsættes under sikkerhedsretten. Som udgangspunkt accepterer Nationalbanken de samme værdipapirer som i forbindelse med traditionelt pant. Lån under sikkerhedsretten skal i dag være indfriet senest kl. 13.30 samme pengepolitiske døgn. Et eventuelt udestående lån kl. 13.30 vil automatisk blive forsøgt inddækket ved at overføre et beløb fra kontohavers foliokonto til sikkerhedsretskontoen. Hvis der ikke er dækning på kontohavers foliokonto, vil Nationalbanken bede VP om at overføre værdipapirer med en samlet belåningsværdi svarende til værdien af det udestående lån fra kontohavers sikkerhedsdepot til et depot tilhørende Nationalbanken.	

¹ Tilpasset fra boks 5.3 i Danmarks Nationalbank (2005).

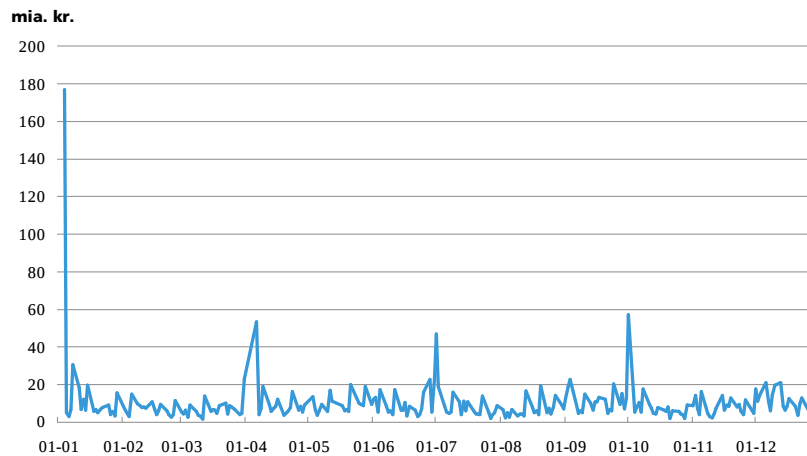
Der er mere end en konto til VP-afviklingen i kroner. I Nationalbanken har deltagerne en konto til handelsafviklingen (altså blok 10,20,30,40 og 60), en konto til PvP-afviklingen (blok 33) og en konto til afvikling af periodiske betalinger (blok 35). Endelig har deltagerne en sikkerhedsretskonto og en foliokonto. Strakshandler afvikles på foliokontoen. I euro sker PvP afviklingen (blok 33), periodiske betalinger (blok 45) og handelsafviklingen (blok 50) på den samme afviklingskonto i Target 2. Deltagerne har også en afviklingskonto til VP LUX (blok 45) og en konto i Target 2. Sikkerhedsretskontoen i Nationalbanken kan ikke benyttes til euroafviklingen eller til PvP-afviklingen (hverken i kroner eller euro).

I praksis betaler deltagerne oftest for deres værdipapirindkøb ved hjælp af træk på sikkerhedsretten. I 2010 skete 82 pct. af alle betalinger i handelsafviklingen ved træk på sikkerhedsretten.

Et andet interessant forhold ved afviklingen er dens spredning over året, jf. figur 3. Afviklingen er markant større ved årsskiftet end på årets andre dage; der er også en stor afvikling omkring kvartalsskifterne. Det betyder, at konsekvenserne i tilfælde af evt. systemproblemer er større på disse tidspunkter. Spredningen hænger sammen med udviklingen på markedet for realkreditobligationer. Særligt i de seneste år har mange boligejere optaget rentetilpasningslån, der (typisk årligt) skal refinansieres ved salg af nye obligationer. Størstedelen af disse handler afvikles ved årsskiftet. Fremadrettet vil realkreditudstederne i større grad sprede refinansieringerne over året.

HANDELSAFVIKLINGENS OMFANG I 2010

Figur 3



Anm.: Figuren viser de nettobeløb, som deltagerne i VP-afviklingen har udvekslet i handelsblokken 10, 20, 30, 40 og 50.
Kilde: Egne beregninger

2.7 TARGET2-SECURITIES, EUROPÆISK LOVGIVNING OG NYE ANBEFALINGER

Fremadrettet er der flere faktorer, som vil påvirke værdipapirafviklingen i Danmark. VP har tilkendegivet at ville tilslutte sig Target2-Securities, T2S, som er et fælleseuropæisk værdipapirafviklingssystem, hvor grænseoverskridende værdipapirhandler vil blive håndteret lige så effektivt som nationale handler. Når T2S er klar inden for en årrække vil største-

delen af dansk værdipapirafvikling derefter finde sted på T2S-plattformen.

EU-Kommissionen er i færd med at udarbejde en fælleseuropæisk lovgivning for værdipapircentraler, som ud over at skabe ensartede regler for værdipapircentraler også har til formål at harmonisere afviklingspraksis på tværs af grænser. Meget af indholdet i de internationale anbefalinger vil formentlig fremover blive regulære lovkrav.

Samtidig planlægger CPSS og IOSCO at udarbejde nye principper (standarder) for finansielle markedsinfrastrukturer, hvilket indbefatter betalings- og værdipapirafviklingssystemer, værdipapircentraler, centrale modparter og handelsregistre¹. I marts 2011 offentliggjorde CPSS og IOSCO i et konsultationspapir et forslag til nye principper. De nye principper vil bl.a. sætte øget fokus på generelle forretningsrisici og risiciene ved indirekte deltagelse. De vil også skærpe kravene til regler og procedurer for håndtering af konkurssituationer. Principperne vil endvidere indbefatte krav til størrelsen af markedsinfrastrukturernes egenkapital og beholdning af likvide aktiver. Det er planen, at principper færdiggøres i 2012 og træder i kraft i 2013.

¹ Også kaldet **trade repositories**.

3 Vurdering af VP-afviklingen efter de 19 anbefalinger

I dette afsnit vurderes VP-afviklingen i forhold til hver af de 19 anbefalinger i ESCB/CESR-rapporten. For hver enkelt anbefaling gives først en kort beskrivelse af anbefalingen. Den følges af selve gennemgangen, hvori der sker en vurdering af de forhold, der vedrører den enkelte anbefaling. Herefter konkluderes det, i hvor høj grad anbefalingen opfyldes. Vurderingen bygger på den tidligere nævnte **assessment methodology**, som fremgår af annekset til ESCB/CESR-rapporten.

Der vil være et vist overlap mellem indholdet i de forskellige anbefalinger. Fx diskuteres flere af de samme emner i anbefaling 6 og 12 om hhv. værdipapircentraler og investorbeskyttelse. Adskillige elementer fra gennemgangen af anbefalingen om det juridiske grundlag går også igen i andre anbefalinger.

I det ene tilfælde, hvor VP-afviklingen ikke findes at opfylde en anbefaling fuldt ud, gives en forklaring. I visse tilfælde gives særlige kommentarer, selv hvis anbefalingen som sådan er opfyldt. Det er fx tilfældet, hvis der er andre forhold af interesse, som er relateret til, men ikke direkte adresseret i anbefalingen. Som eksempel handler anbefaling 4 om centrale modparter, og alle kravene i anbefalingen er som sådan opfyldt. I praksis har der imidlertid været problemer med afviklingen efter introduktionen af den centrale modpart, og det kommenteres derfor.

Gennemgangen af hver anbefaling afsluttes med en kort beskrivelse af den dokumentation, der danner baggrund for gennemgangen.

3.1 ANBEFALING 1 – JURIDISK GRUNDLAG

Værdipapirafviklingssystemer, links mellem sådanne systemer og aftaler om interoperabilitet skal have et velfunderet, klart og gennemsigtigt juridisk grundlag.

Vurdering

Observed.

Det juridiske grundlag for VP-afviklingen er velfunderet, klart og gennemsigtigt. Der er særlige regler for de centrale elementer i clearings- og afviklingsprocessen, bl.a. netting og sikkerhedsstillelse, som sikrer, at afviklingen er beskyttet mod fx tredjeparters krav. VP er endvidere designet under **Settlement Finality**-direktivet.

Begrundelse

En værdipapircentrals juridiske grundlag omfatter en række emner: organisatoriske krav, regler for clearing, afvikling og netting, regler om registrering og dematerialisering mv. VP er underlagt dansk ret og dermed de generelle principper om bl.a. aftalefrihed, som følger heraf. For de fleste af ovennævnte emner gælder imidlertid særlige regler. Fx er den netting, der finder sted i værdipapirafviklingen, undtaget fra visse af konkurslovens bestemmelser.

Lovgrundlag og aftaler

Det væsentligste lovgrundlag for VP's virksomhed er værdipapirhandelsloven. Lovens fællesbestemmelser (kapitel 3) regulerer kravene til VP's organisation (tilladelse, kapitalkrav og ledelse), mens reglerne om VP's clearing- og registreringsvirksomhed fremgår af henholdsvis afsnit III og afsnit IV, som er de centrale afsnit for denne anbefaling. Loven er endvidere uddybet i en række bekendtgørelser om bl.a. registrering af fondsaktiver, netting og pantsikkerhed. På VP's hjemmeside henvises til dette lovgrundlag, og værdipapirhandelsloven og tilhørende bekendtgørelser er offentligt tilgængelige på Finanstilsynets hjemmeside.

Mens selve lovgrundlaget primært findes i værdipapirhandelsloven, styres forholdet mellem VP og dets deltagere først og fremmest af en tilslutningsaftale. Der er krav om en tilslutningsaftale i loven. Tilslutningsaftalen er en standardaftale, der kun varierer med de funktioner, en deltager har valgt at være tilsluttet med. For primære betalingsstille-re, dvs. deltagere med VP-afviklingskonti i Nationalbanken, er forholdet

til Nationalbanken endvidere reguleret gennem Nationalbankens kontobestemmelser. Både VP's forskellige aftaler og Nationalbankens kontobestemmelser er offentligt tilgængelige.

Dematerialisering og kontostruktur

Alle VP-registrerede værdipapirer er enten dematerialiserede, dvs. udelukkende eksisterer i elektronisk form, eller immobiliserede¹, dvs. eksisterer i fysisk form, men opbevares kun i værdipapircentralen. Det juridiske grundlag understøtter dematerialisering og omsættelighed af dematerialiserede værdipapirer, jf. Værdipapirhandelslovens § 59. Sikringsakten ved overdragelse, aftale- eller retspant mv. af dematerialiserede værdipapirer er netop registrering i en værdipapircentral, og reglerne om registrering fremgår af lovens kapitel 22 (af relevans er især § 66 og § 69).

Hver enkelt investor har et depot i VP, der varetages af et kontoførende institut. Det er i den forbindelse vigtigt at fremhæve, at investorer ikke er eksponerede over for kontoførende institutter. Investorenes aktiver er registreret i deres eget navn og vil ikke indgå i konkursmassen, hvis et kontoførende institut skulle gå konkurs. Værdipapirhandleres pligt til sikre kundernes ejendomsret fremgår specifikt af § 72 i Lov om finansiell virksomhed. Lovgivningen sikrer også kunder, hvis papirer er placeret i samledepot, dvs. hvor et kontoførende institut opbevarer flere kunders værdipapirer i samme depot.

Regler om clearing og afvikling

Reglerne om clearing og afvikling fastsættes af VP, men godkendes af Finanstilsynet. VP's clearingregler findes på VP's hjemmeside. Reglerne bidrager til at sikre afviklingen, selv i tilfælde af en deltagers konkurs. Efter Værdipapirhandelslovens § 57 c gælder det, at en værdipapircentral skal have bestemmelser om, hvornår handler ikke længere kan tilbagekaldes af en deltager eller en tredjepart. Det fremgår af VP's clearingregler, at det er tilfældet, når en handel er bekræftet og dermed klar til afvikling. Hvis en deltager går konkurs derefter, vil dens bekræftede handler i et vist omfang stadig blive forsøgt afviklet. En mere udførlig beskrivelse af, hvordan VP-afviklingen forløber i tilfælde af en deltagers konkurs, kan findes i Andersen (2004). Der har ikke været konstateret nogen faktiske tilfælde, som har sæt tvivl om holdbarheden af det juridiske grundlag.

¹ Dematerialiserede værdipapirer eksisterer udelukkende i elektronisk form. Med immobilisering menes, at et værdipapir eksisterer i fysisk form, men kun opbevares i en værdipapircentral.

1. oktober 2010 trådte en ny ordning til afvikling af pengeinstitutter i kraft – populært kaldet 'Bankpakke III'. Efter denne ordning kan institutter vælge at blive overtaget af Finansiell Stabilitet A/S. Under afviklingsordningen overtager Finansiell Stabilitet A/S et nødlidende instituts aktiver og flere af dets passiver og placerer disse i et nyt datterselskab. Det nye datterselskab kan derefter fortsat indgå i afviklingen.¹

I VP finder en multilateral netting sted før afviklingen i handelsblokkene, og meget af afviklingen finansieres vha. intradag-kredit. Det er derfor nødvendigt, at der ikke er tvivl om holdbarheden af aftaler om netting og sikkerhedsstillelse. Sådanne aftaler nyder derfor særlig retsbeskyttelse, eftersom Danmark har implementeret både **Settlement Finality**-direktivet² og **Collateral**-direktivet³. Under normale omstændigheder kan et konkursbo således ikke kræve handler, der indgår i netting, fjernet, eller omstøde sikkerhedsstillelsesdispositioner. For netting har dette støtte i Værdipapirhandelslovens § 57 og for sikkerhedsstillelse § 57 b. For at være omfattet af **Settlement Finality**-direktivets regler skal et system "designeres" af nationale myndigheder. VP har opnået en sådan designation⁴. Der er heller ikke nogen **zero-hour** regel i dansk ret, dvs. en regel om at alle transaktioner foretaget efter midnat på konkursdagen er omstødelige.

Lovgivningen understøtter også DvP, Delivery versus Payment, idet der i dansk ret, jf. Købeloven, er en såkaldt samtidighedsgrundsætning. Det betyder, at der er en formodning om, at et køb skal opfyldes samtidigt af begge parter.

Sikkerhedsstillelse

I relation til sikkerhedsstillelse kan nævnes, at Værdipapirhandelsloven understøtter muligheden for at benytte flydende pant som sikkerhedsstillelse. Det er denne mulighed, der gør, at sikkerhedsretten (se boks 1) kan gøres gældende. Implementeringen af **Collateral**-direktivet har også betydet, at sikkerhedsstillelse i forbindelse med bl.a. værdipapirudlån nyder særlig retsbeskyttelse.

Lovvalg

Da det danske værdipapirmarked også er et internationalt marked, har VP flere udenlandske deltagere. VP har links til flere udenlandske værdipapircentraler. Det kan betyde, at der opstår usikkerhed omkring lov-

¹ Ordningen blev anvendt i forbindelse med afviklingen af Amagerbanken.

² Direktiv 1998/26/EF

³ Direktiv 2002/47/EF

⁴ En liste over danske systemer, der har opnået denne designation, kan findes: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/settlement/dir-98-26-art10-national_en.htm#denmark

valg, dvs. hvilken lov, der gælder i tilfælde af tvister. Det fremgår imidlertid tydeligt af VP's tilslutningsaftale, at afvikling i VP-systemet er omfattet af dansk ret, hvilket jf. Værdipapirhandelslovens § 57 e kan håndhæves over for deltagere fra andre EU-lande. For deltagere fra ikke-EU og ikke-EØS kræves en **legal opinion** fra et advokatfirma, der støtter fortolkningen af, at det er dansk ret, som er gældende.

I værdipapirhandelslovens § 58 n implementeres lovvalgsreglerne fra **Collateral**-direktivet og **Settlement finality**-direktivet, der begge bygger på det såkaldte PRIMA-princip, der står for Place of the Relevant Inter-Mediary Approach. Tingsretlige spørgsmål vedrørende værdipapirer registreret på en konto afgøres således efter lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Når et værdipapir er overført fra VP gennem et link til en udenlandsk værdipapircentral, kan rettigheder til papirerne herefter registreres i denne central efter normale procedurer i henhold til national lovgivning. For registreringer i VP herunder vedrørende overførsler til en udenlandsk værdipapircentrals depot i VP gælder dansk ret. Endelig kan nævnes, at EU-kommissionen er i færd med at udarbejde ny regulering af værdipapircentraler og harmonisering af visse aspekter af afviklingsforløbet. EU-kommissionen forventes på baggrund heraf at fremsætte et forslag til en forordning, der regulerer de europæiske værdipapircentraler samt harmoniserer afviklingen. Dette vil fremadrettet få betydning for VP's juridiske grundlag.

Kilder

Det væsentligste grundlag for bedømmelsen af anbefaling 1 er Værdipapirhandelsloven, tilhørende bekendtgørelser¹ og VP's tilslutningsaftaler og clearingregler. For en uddybende beskrivelse af de juridiske rammer for betalingsinfrastrukturen kan bl.a. henvises til kapitel 9 i Danmarks Nationalbank (2005) og Andersen (2004). Problematikken omkring netting er beskrevet i Gürtler (2009).

¹ Bekendtgørelse nr. 369 af 16. maj 2009 om registrering mv. af fondsaktiver i en værdipapircentral, Bekendtgørelse nr. 458 af 13. juni 2008 om hvilke clearingcentraler og betalingssystemer, der kan indgås aftaler med retsvirkning i henhold til værdipapirhandelslovens § 57, stk. 1, og § 57 b, stk. 1 og 2, kan finde anvendelse og Bekendtgørelse nr. 1032 af 5. december 1996 om tidsfrister for at gøre retten til automatisk pant og betalingsforbehold gældende mv.

3.2 ANBEFALING 2 – BEKRÆFTELSE¹ OG MATCHING AF HANDLER

Bekræftelse af handelsvilkår ved handler mellem direkte markedsdeltagere bør finde sted umiddelbart efter en handels indgåelse og ikke senere end på handelsdagen (T+0). Hvor det er nødvendigt at få bekræftelse af handler fra indirekte markedsdeltagere (fx institutionelle investorer), bør bekræftelsen finde sted umiddelbart efter handelsindgåelse, helst T+0, og ikke senere end T+1.

Matching af handelsvilkår bør finde sted så hurtigt som muligt. For afvikling, der finder sted senere end T+0, bør matching allersnarest gennemføres dagen før den planlagte afviklingsdag.

Vurdering

Observed.

Det er almindelig praksis, at værdipapirhandler indberettes umiddelbart efter indgåelse, og at matching finder kontinuerligt sted i VP's matching-system. Der er således sket matching af mere end 9 ud af 10 handler allerede T+0, og mere end 98 pct. af alle handler er matchet T+1.

Begrundelse

Forud for afviklingen af en værdipapirhandel er der, som beskrevet i afsnit 2.4, en række skridt, der skal gennemføres. Det første er, at begge parter skal indrapportere handlens vilkår til VP, så der kan foretages matching. Det gøres for at sikre, at der er enighed om handlens vilkår. En handel kan ikke afvikles, før matching har fundet sted. I VP's clearingregler opfordrer VP deltagerne til så hurtigt som muligt efter en handels indgåelse at indrapportere handler, og det er også praksis i markedet straks at indrapportere handler. VP's system er åbent for indrapporteringer fra kl. 5.00 til kl. 1.45 det følgende døgn.

Matching

Matching er en automatiseret og kontinuerlig proces i VP's systemer. Når begge parter har indrapporteret handelsdetaljerne, finder matching straks sted. Det er et krav, at deltagere benytter VP's system til matching. I det omfang handler ikke er matchet T+0, skyldes det således, at

¹ I denne sammenhæng menes der bekræftelse af handelsvilkår og ikke bekræftelse af, at en handel er klar til afvikling (også kaldet en instruct i VP's clearingregler).

en af deltagerne ikke har foretaget indberetning, eller at der er forskelle i deltagernes indberetninger.

I langt de fleste tilfælde sker indberetningen straks efter en handels indgåelse og ofte automatisk ved hjælp af STP. Ved handler foretaget på MTS Denmark sker indberetningen helt automatisk fra MTS Denmark. Ved børshandler og i OTC-markedet er det ikke tilfældet, og de kontoførende skal selv indberette informationer til VP. I praksis vil det dog typisk ske vha. et automatiseret system (såsom VP's eget vp.TRADE STP).

I november og december 2010 var der foretaget matching af 92,53 pct. af alle handler T+0. T+1 var tallet 98,80 pct., T+2 var det 99,46 pct. og T+3 var det 99,63 pct.¹

Mulige årsager til sen matching

Når visse handler ikke indrapporteres straks, skyldes det ifølge VP især tilstedeværelsen af udenlandske deltagere. Sen matching skyldes typisk, at der er adskillige led i afviklingskæden. Hvis fx en amerikansk investor køber danske værdipapirer, skal afviklingsinstruktionen fra investoren til hans **custodian** og videre igen til en dansk **sub-custodian**, der håndterer afviklingen i det danske marked. Forskelle i tidszoner kan også forsinke matching-processen. Af VP's statistik for januar 2011 (vp.INDIKATOR) fremgår fx, at udlændinge stod for knap en tredjedel af alle aktiehandler. Det er derfor sandsynligt, at udenlandske deltagere i væsentlig grad påvirker statistikken, og set i det lys virker det rimeligt, at en mindre andel af handlerne først matches efter T+0.

Deltagere såsom institutionelle investorer og udenlandske deltagere kan deltage på flere måder i VP's system. De kan fx være direkte tilsluttet som afviklingsansvarlige og derved selv have mulighed for at indrapportere handler til VP. VP har dog ikke tal, der tillader, at der skelnes mellem disse og andre deltagere i beregningen af, hvornår der er sket matching af handler. Der er også en gruppe af indirekte deltagere, kaldet privat-professionelle, som ikke har noget direkte kontraktuelt forhold til VP, men som alligevel står for en vis andel af omsætningen i VP. VP indsamler og opbevarer ikke data, der gør det muligt at fastslå, hvornår handler mellem hhv. direkte og indirekte deltagere er foretaget. Det er således svært at identificere årsagerne til sen indrapportering.

¹ Da der blev skrevet vurderingsrapport i 2004, blev der foretaget en tilsvarende opgørelse. I august 2004 var der T+0 sket matching for 88,7 pct. af handlerne. Det tyder på, at der er sket en forbedring over tid. Tallene er dog ikke helt sammenlignelige, da 2010-tallene er faktiske tal, mens 2004-tallene blev estimeret.

Bekræftelser

Anbefalingen vedrører som udgangspunkt indberetning og matching, men også bekræftelsen (instruct) af, at handler er klar til afvikling, er relevant. Der er ikke en fælles kutyme for, hvornår nogle af de vigtigste deltagere i VP-systemet foretager bekræftelser på deres kunders vegne. Nogle institutter melder først handler klar til afvikling, når kunderne har værdipapirerne, mens andre gør det tidligere i processen i forventning om, at værdipapirerne kommer på plads inden afviklingen. Ifølge VP vil der blive taget initiativ til en dialog med institutterne med henblik på at skabe enighed om en ensartet praksis.

Kommentarer

For at kunne afdække årsagerne til sen indberetning kræves et overblik over hvilke deltagere og deltagertyper, der indberetter på hvilket tidspunkt. Ved handler mellem direkte deltagere er benchmark ifølge anbefalingen, at 98 pct. af alle handler indrapporteres T+0, mens det er 90 pct. for handler mellem alle (direkte og indirekte) deltagere. Uden et bedre datagrundlag er det ikke muligt at vurdere, om VP rent faktisk lever op til disse benchmarks. Det anbefales derfor, at sådanne data indsamles og opbevares, da det vil lette arbejdet med at afdække årsagerne til sen indrapportering og at forbedre afviklingen.

Endelig er fraværet af en fælles kutyme for bekræftelse af handler uhensigtsmæssig. Det er derfor positivt, at VP vil drøfte spørgsmålet med de kontoførende institutter.

Kilder

Retningslinjerne for indberetning af handler fremgår af VP's clearing-regler. De benyttede tal er modtaget fra VP.

3.3 ANBEFALING 3 – AFVIKLINGSCYKLUS OG ÅBNINGSTIDER

Løbende afvikling bør indføres i alle værdipapirmarkeder. Endelig afvikling bør senest finde sted T+3. Fordelene og ulemperne ved afviklingscykler, som er kortere end T+3, bør evalueres. Værdipapircentralen skal som minimum holde åbent i samme tidsrum som de relevante betalings-systemer [for euro-transaktioner i samme tidsrum som Target2].

Vurdering

Broadly observed.

Løbende afvikling er indført, og afvikling finder som udgangspunkt sted T+3. Fordelene og ulemperne ved kortere afviklingscykler er blevet evalueret. Den samlede afviklingsprocent i VP er på over 98 pct., hvilket er tilfredsstillende. Dog kunne man ønske en højere afviklingsprocent for aktier, og det er derfor positivt, at der er blevet skabt en ny incitamentsstruktur med netop dette formål.

VP holder ikke åbent på alle Target-åbningsdage, hvilket er et krav, hvis anbefalingen skal være observed, jf. ESCB/CESR's **assessment methodology**. I praksis giver det forhold ikke anledning til væsentlige risici. Størstedelen af VP-afviklingen finder sted i kroner og stadig mere af euroafviklingen flytter til VP's datterselskab, VP Lux. Det er samtidig værd at bemærke, at det ifølge VP er markedsdeltagerne, der ønsker at bevare de nuværende åbningstider, da en udvidelse vurderes at være for resursekrævende. Set fra en harmoniseringsvinkel er det positivt, at VP har tilkendegivet at ville udvide åbningstiden for afvikling af euro i forbindelse med implementeringen af Target2-Securities.

Begrundelse

Løbende afvikling er indført i VP, og det er almindelig praksis i det danske marked at afvikle værdipapirhandler med aktier og obligationer T+3, om end VP-systemet kan håndtere alt fra T+0 til T+365. Handler med skatkammerbeviser afvikles T+2. Da de fleste handler afvikles om natten, har deltagere god mulighed for at disponere over modtaget likviditet eller modtagne værdipapirer på T+3. I løbet af dagtimerne er der endvidere mulighed for afvikling i realtid frem til kl. 15.00 i Kronos og Target2.

Åbningstider

Systemets åbningstid løber fra kl. 05.00 til 01.45 den følgende dag. VP holder åbent på alle Kronos-åbningsdage og de fleste Target-åbningsdage. Der er dog visse danske helligdage, som er Target-åbningsdage, hvor afvikling ikke finder sted (deltagere kan dog indrapportere handler). Systemet afviser afviklingsinstruktioner på disse dage. Ifølge VP har man jævnligt tilbudt markedsdeltagerne at holde åbent på disse dage, men markedsdeltagerne har ikke ønsket dette før overgangen til Targe2-Securities, hvor det danske marked forventes at introducere afvikling af euro også på alle Target2-åbningsdage.

For at opnå karakteren **observed** er det, jf. ESCB/CESR's **assessment methodology**, et klart krav, at der holdes åbent på Target-åbningsdage. Det er positivt, at det fremadrettet er planen at udvide åbningstiderne i forbindelse med implementeringen af T2S-projektet.

I løbet af åbningstiden gennemfører VP seks afviklingsblokke, hvoraf tre er i kroner og euro, to kun i kroner og en kun i euro. Dagens sidste afviklingsblok i kroner gennemføres med retsvirkningstidspunkt kl. 12.00, og den sidste afviklingsblok i euro gennemføres med retsvirkningstidspunkt kl. 13.35. Der kan modtages instruktioner om blokafvikling frem til 20 minutter før en blok afvikles; det samme gælder for gennemførelse af FoP-transaktioner, der også kan gennemføres frem til 20 minutter før afviklingen af en blok. Likviditeten til afviklingen skal imidlertid være på plads 30 minutter før afviklingen. I praksis betyder det, at deltagerne ikke med sikkerhed kan vide, hvor meget der skal afvikles og derfor må foretage prognoser. De skal endvidere sikre, at der er rigeligt med likviditet til blokafviklingen.

Kortere afviklingscyklus

VP og de danske markedsdeltagere har ved flere lejligheder undersøgt muligheden for at forkorte afviklingscyklussen til T+2 eller T+1. De er som udgangspunkt positive over for ideen og vurderer, at en kortere afviklingscyklus kan implementeres uden at medføre væsentlige omkostninger eller risici. En kortere cyklus vil dog kun være fordelagtig, hvis den er harmoniseret på EU-niveau. Det skyldes bl.a., at VP's afviklingsforløb er tilpasset forløbet i Euroclear, hvorfor det vil være uhenigtsmæssigt at have forskellige afviklingscykler. VP afventer derfor ny EU-regulering på området, da der er udsigt til harmonisering af afviklingscykler på EU-niveau med udgangspunkt i T+2¹.

¹ EU-Kommissionen udsendte 14. januar 2011 et konsultationspapir om regulering af CSD'er. Papiret diskuterer bl.a. harmonisering af afviklingspraksis.

Statistik

VP indsamler statistik om afviklingsfejl og offentliggør disse på aggregere niveau for hhv. obligationer, aktier og investeringsforeningsbeviser. I 2010 har afviklingsprocenten for obligationer generelt været over 99 pct., mens afviklingsprocenten for investeringsforeningsbeviser har været nær 100 pct. Kun for aktier er der en lavere afviklingsprocent, og tilstedeværelsen af en central modpart har ikke forbedret afviklingsprocenten. Samlet set er afviklingsprocenterne dog tilfredsstillende. Målt efter antal var afviklingsprocenten i VP i 2010 98,03 pct., mens den var 98,38 pct. målt efter værdi. Benchmark i anbefalingen er 98 pct. Over halvdelen af de resterende handler afvikles dagen efter den planlagte afviklingsdato. Det er dog værd at bemærke, at afviklingsprocenten er faldet siden IMF's vurdering af VP i 2007, hvor afviklingsprocenten var hele 99,29 pct. (efter både antal og værdi).

Kutyme og sanktioner

Handler, der ikke umiddelbart kan afvikles, udskydes til senere afviklingsblokke. Det medvirker til at sikre, at en så stor mængde handler som muligt afvikles rettidigt. For at bidrage til en høj afviklingsprocent er der en afviklingskutyme og sanktioner mod deltagere, der ikke kan levere værdipapirer eller ikke har reserveret tilstrækkelig likviditet. Kutyemen er generelt, at der afvikles i afviklingsblok 10, hvorfor matching bør finde sted før da. Deltagere sanktioneres dog ikke for manglende papirmæssig dækning i netop blok 10, fordi de kan være afhængige af, at modtage papirer via VP's link til Euroclear.

Manglende pengemæssig dækning (hvilket inkluderer et bufferkrav) sanktioneres med et kontantbeløb, der afhænger af, hvor mange gange deltageren har været i pengeovertræk over en periode på seks måneder. Hvis der ikke er reserveret nok likviditet beløber den første sanktion sig til 5.000 kr. Efter gentagne overtræk bliver beløbet 50.000 kr. pr. overtræk. Finanstilsynet modtager en årlig opgørelse over de tildelte sanktioner. Hvis en anden deltager pga. manglende levering forårsager en deltagers pengeovertræk, forsøger VP at identificere den anden deltager og sanktionerer i stedet denne. Et andet incitament til rettidig afvikling er, at forsinkelse af betalingen efter kutyme udløser rentekrav (renteclaims) mod køberen, som ellers ved sen levering ville kunne oppebære forrentning af købesummen.

I 2010 og 2011 er der endvidere pågået et arbejde, hvor VP i samarbejde med sektorrepræsentanter har vurderet de eksisterende incitamenter til at afvikle rettidigt. Det skyldes især, at de nuværende sanktioner ikke er tilstrækkeligt tilpasset et marked med en CCP. Hvis en deltager pga. en manglende levering er skyld i, at CCP'en ikke kan levere

værdipapirer og dermed får et pengeovertræk, er det deltageren selv, der sanktioneres. I mange tilfælde vil en manglende levering imidlertid ikke føre til noget overtræk og dermed heller ikke nogen sanktion. Det betyder således, at det nuværende system ikke er transparent.

Et nyt sanktionssystem er trådt i kraft i 2012. Deltagere vil ikke længere blive pålagt bøder, hvis de er skyld i andres pengeovertræk. Til gengæld vil der være sanktioner for deltagere, der over flere måneder har en afviklingsprocent, som er mere end 1,5 procentpoint under den gennemsnitlige afviklingsprocent.

Et andet tiltag, der er taget, for at forbedre afviklingen i et marked med CCP, er dellevering. Hvis en central modpart har manglende beholdningsmæssig dækning til at foretage leverance, kan leverancen deles op i to dele. Den del, der kan leveres, vil blive afviklet i afviklingsblok 40, mens den ikke leverede del udskydes til senere afvikling.

Kilder

VP's åbningstider, beskrivelse af afviklingskutyme, sanktionsregler mv. fremgår af VP's clearingregler. Diskussionen af afvikling T+2 er baseret på en analyse, som VP har foretaget. Danmarks Nationalbank kender til arbejdet med udarbejdelse af et nyt sanktionssystem gennem deltagelse i en arbejdsgruppe, som har drøftet spørgsmålet.

3.4 ANBEFALING 4 – CENTRALE MODPARTER

Fordelene og ulemperne ved at etablere en central modpart bør evalueres. Hvis centrale modparter eller garantiordninger er indført, bør de vurderes mod hhv. ESCB-CESR-anbefalingerne for centrale modparter eller tjeklisten for garantiordninger¹.

Vurdering

Observed.

Fordele og ulemper ved at etablere en central modpart er blevet evalueret i en analyse. Der er etableret en central modpart på det danske aktiemarked, og de hollandske myndigheder er i færd med at vurdere den efter ESCB-CESR-standarderne.

Begrundelse

I efteråret 2009 begyndte en central modpart, EMCF, at cleare handler med danske **large cap**-aktier foretaget på Nasdaq OMX og andre handelsplatforme. Flere centrale modparter er begyndt at foretage clearing af aktiehandler på det danske aktiemarked i 2012 (fra april 2012 på Nasdaq OMX).

Regulering, tilsyn og overvågning

Det hollandske finanstilsyn og den hollandske centralbank fører tilsyn med og overvåger EMCF, der er godkendt af de hollandske myndigheder til at udøve clearingvirksomhed i en række lande, herunder Danmark.

En udenlandsk clearingcentral, herunder en clearingcentral, der agerer som central modpart, kan blive en godkendt udenlandsk clearingcentral efter lov om værdipapirhandel m.v. § 8a. Ved vurderingen af, om en udenlandsk clearingcentral kan godkendes, lægger Finanstilsynet bl.a. vægt på den lovgivning og det tilsyn, som clearingcentralen er omfattet af i hjemlandet.

En række myndigheder fra lande, hvor EMCF opererer, inklusive Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank, har derudover indgået et **Memorandum of Understanding** med de hollandske myndigheder. Af dette fremgår bl.a. rollefordelingen mellem de forskellige myndigheder. Myn-

¹ Dette henviser til tjeklisten, der kan findes i CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties, November 2004, sektion 5.

dighederne deltager regelmæssigt i møder eller telefonkonferencer, hvor bl.a. nye tiltag, udviklingen i afviklingsprocenter mv. diskuteres.

De hollandske myndigheder har vurderet EMCF efter både CPSS-IOSCO anbefalingerne for centrale modparter og senest efter ESCB-CESR-standarderne for centrale modparter.

Analyse af fordele og ulemper

Før introduktionen af en central modpart på det danske marked blev der foretaget en analyse af fordele og ulemper ved dette. Analysen blev præsenteret i et af Nationalbankens working papers¹, og konklusion lød dengang, at der ikke var noget væsentligt behov for at indføre en central modpart på aktiemarkedet, men at muligheden burde undersøges på repomarkedet. Som en del af den internationale udvikling, især pga. MiFID-direktivet og udbredelsen af nye handelsplatforme, besluttede Nasdaq OMX at indføre CCP-clearing på det danske aktiemarked. Markedsdeltagerne har også overvejet clearing af repoer i en CCP, men fokuserer i stigende grad på central clearing af derivater, da det senest fra slutningen af 2012 vil blive lovpligtigt at cleare en række derivater gennem CCP'er pga. en EU-forordning ved navn **European Market Infrastructure Regulation**, EMIR.

Effekt på markedet

Introduktionen af en central modpart har ikke forbedret afviklingsprocenten for aktier. Det skyldes bl.a., at incitamenterne til rettidig afvikling ikke har været tilstrækkeligt tilpasset et marked med en central modpart som diskuteret under behandlingen af anbefaling 3.

Introduktionen af clearing gennem en central modpart har samtidig introduceret nye risici givet dens centrale position i markedet (se også anbefaling 9). Hvis fx den centrale modpart har problemer, vil det medføre store problemer for hele aktieafviklingen. Det viste sig bl.a. 19. august 2010, hvor den centrale modpart ikke havde reserveret nok likviditet til afviklingen og dermed bidrog til væsentlige forsinkelser. EMCF har siden da forøget sine likviditetsreservationer. Nationalbanken og EMCF har sideløbende samarbejdet for at sikre EMCF lettere adgang til likviditet i afviklingen, hvilket forventes at få en positiv effekt fremadrettet.

Kommentarer

Selv om anbefalingen er opfyldt, skal det dog nævnes, at introduktionen af en central modpart på det danske marked ikke har været problemløs

¹ Nielsen og Restelli-Nielsen (2007)

eller risikofri. Afviklingsprocenten for den centrale modpart har samtidig været utilfredsstillende. Der arbejdes dog på en løsning på disse problemer, bl.a. med indførslen af et nyt sanktionssystem i VP-regi (se anbefaling 3), og der arbejdes samtidig på forbedringer af EMCF's adgang til likviditet.

Kilder

Danmarks Nationalbank har deltaget i arbejdet med implementering af clearing gennem en central modpart på det danske marked og følger EMCF gennem sit samarbejde med de hollandske myndigheder. Meget af denne proces er beskrevet i Korsgaard og Restelli-Nielsen (2010). Nielsen og Restelli-Nielsen (2007) har også foretaget en analyse af fordele og ulemper ved at indføre en central modpart.

3.5 ANBEFALING 5 – VÆRDIPAPIRUDLÅN

Værdipapirudlån (eller repoer og andre ordninger med samme formål) skal tilskyndes som et middel til at sikre rettidig afvikling og undgå afviklingsproblemer. Barrierer, der er til hinder for værdipapirudlån, bør fjernes. Værdipapirudlånsordninger bør være sikre og effektive.

Vurdering

Observed.

Der er ikke nogen barrierer til hinder for værdipapirudlånsordninger, og flere markedsdeltagere tilbyder værdipapirudlån på bilateral basis. Muligheden for at indføre en central værdipapirudlånsfacilitet er ved flere lejligheder blevet diskuteret, men bl.a. grundet høje afviklingsprocenter har behovet indtil videre vist sig begrænset.

Begrundelse

Værdipapirhandelsloven understøtter værdipapirudlånsordninger, og der er generelt ikke nogen juridiske barrierer eller skatteforhold til hinder for værdipapirudlån, hverken bilateralt eller gennem en central facilitet. Dette er navnlig tilfældet efter implementeringen af **Collateral**-direktivet. Direktivet har skabt ensartede regler for brugen af sikkerhedsstillelse i EU-landene.

Der eksisterer ikke i øjeblikket nogen central værdipapirudlånsfacilitet i det danske marked. Der er bilaterale ordninger, fx tilbyder Danmarks Nationalbank udlån af statspapirer, og et fungerende repomarked, hvor markedsdeltagere kan låne både aktier og obligationer. VP indgår ikke selv i sådanne ordninger, men understøtter låneordninger og sikkerhedsstillelse.

Muligheden for at etablere en central værdipapirudlånsordning er jævnligt blevet diskuteret af VP og markedsdeltagerne. Pga. den generelt høje afviklingsprocent i VP-systemet har vurderingen ud fra en cost-benefit-betragtning været, at behovet for en central ordning var begrænset.

På aktiemarkedet kan der imidlertid være en begrundelse for indførelse af værdipapirudlån givet den lavere afviklingsprocent. Netop derfor har man i den arbejdsgruppe, der ser på de lavere afviklingsprocenter på aktiemarkedet (nævnt i anbefaling 3), vurderet muligheden for at indføre værdipapirudlån som en mulig forbedring af infrastrukturen, men der er ikke nogle aktuelle planer. Hvis VP indfører en centraliseret ordning,

vil det udelukkende være med VP i rollen som formidler. Ifølge egne tilkendegivelser har VP ikke til hensigt at påtage sig fx kredit- eller likviditetsrisici i forbindelse med sådanne ordninger.

Kilder

Collateral-direktivet er implementeret i Værdipapirhandelsloven, og regler om sikkerhedsstillelse kan findes i lovens kapitel 18 a. Nationalbankens værdipapirudlånsordning er beskrevet på Nationalbankens hjemmeside.

3.6 ANBEFALING 6 - VÆRDIPAPIRCENTRALER

Værdipapirer bør i størst muligt omfang være dematerialiserede (eller på anden måde holdes i kontoform). For at sikre integriteten af værdipapirudstedelser og investorernes interesse skal værdipapircentraler sikre, at udstedelse, ejerskab og overførsel af værdipapirer sker på betryggende vis.

Vurdering

Observed.

Samtlige VP-registrerede værdipapirer er dematerialiserede, og VP sikrer udstedelsernes integritet på betryggende vis. VP's egen forretningsmodel indebærer samtidig kun begrænsede risici.

Begrundelse

Samtlige værdipapirer, der udstedes gennem og er registreret i VP, er dematerialiserede¹. De eksisterer således udelukkende i elektronisk form, og der sker ikke nogen fysisk overførsel af værdipapirer, men alene registrering og bogføring i VP's systemer. Reglerne om udstedelse og registrering af dematerialiserede værdipapirer fremgår af Værdipapirhandelslovens kapitel 19.

VP har særlige aftaler med deltagere, der er udstedelsesansvarlige, og benytter flere midler til at sikre udstedelsernes integritet. Der er et komplet revisionsspor, som bidrager til at sikre integriteten. Afvikling og registrering er en integreret proces i VP, og der er derfor ikke noget tidsrum mellem de to aktiviteter, hvor der kan opstå tvivl om ejerskabet.

Sikring mod risici

Investorer er også sikret i tilfælde af kontoførende institutters konkurs. Da hver enkelt investor har et depot i VP, og registrering i en værdipapircentral udgør den relevante sikringsakt, tilhører værdipapirerne investoren og ikke det kontoførende institut eller dets konkursbo i tilfælde af en konkurs. Dette diskuteres nærmere under anbefaling 12, som omhandler investorbeskyttelse.

Som virksomhed er VP ikke eksponeret over for særlige kredit- eller likviditetsrisici. VP yder ikke kredit til afviklingsformål, selv om VP i prin-

¹ Dematerialiserede værdipapirer, der er registreret i en værdipapircentral, er i Værdipapirhandelsloven defineret som 'fondsaktiver'.

cippet har mulighed for det efter Værdipapirhandelsloven. Hvis VP i fremtiden beslutter sig for at yde kredit, kan Finanstilsynet opstille særskilte kapitalkrav til VP.

VP er også sikret mod andre former for risici. Operationelle risici behandles fx under anbefaling 11 (som anses for værende **observed**). I kraft af VP's egenkapital og – for så vidt angår VP's registreringsvirksomhed - et kapitalberedskab på 1 mia. i form af hæftelser fra de kontoførende institutter er VP også beskyttet mod andre finansielle risici.

Kilder

Reglerne om registrering i Værdipapirhandelslovens afsnit 4 og registreringsbekendtgørelsen danner den lovmæssige ramme om VP's registreringsvirksomhed.

3.7 ANBEFALING 7 – DELIVERY-VERSUS-PAYMENT (DVP)

Hovedstolsrisikoen ved værdipapirhandler skal elimineres ved at kæde afvikling af værdipapirer sammen med betaling for værdipapirer således, at der opnås Delivery-versus-Payment.

Vurdering

Observed.

Der er implementeret Delivery-versus-Payment i afviklingen, og både det juridiske grundlag og VP's procedurer sikrer samtidighed i udvekslingen af penge og værdipapirer.

Begrundelse

Delivery-versus-Payment, DvP, har til formål at sikre eliminering af hovedstolsrisikoen ved afvikling af værdipapirhandler. Som beskrevet i afsnit 2.6 er afviklingen endelig, når en overførsel af såvel værdipapirer som penge har fundet sted.

Afviklingen af handler i VP sker generelt ved DvP, hvad enten der er tale om netto- eller bruttoafvikling¹. Værdipapirer kan også overføres uden betaling, såkaldt **free-of-payment**, FoP, hvilket typisk er tilfældet, hvis værdipapirer stilles til sikkerhed. Som beskrevet i afsnit 2.5 finder størstedelen af handelsafvikling sted ved nettoafvikling i de natlige handelsblokke. Afviklingen er endelig fra retsvirkningstidspunktet for afviklingsblokken, jf. VP's clearingregler.

I praksis opnås DvP ved, at VP i forbindelse med afviklingen af en blok foretager en beholdningskontrol for at sikre, at alle (netto-)sælgere af værdipapirer råder over de papirer, de skal levere. Sideløbende med dette kontrollerer VP, at der er dækning for de samlede betalinger på den primære betalingsstillers konto i Danmarks Nationalbank (eller i ECB ved afvikling i euro). Konkret sender VP først bogføringsposter til Nationalbanken efter at have foretaget værdipapirbeholdningskontrol. Forudsat at der er dækning for betalingerne, returnerer Nationalbanken derefter en bekræftelse til VP, hvorved Nationalbanken indestår for betalingerne. Endelig sker der bogføring af værdipapir- og pengebevægelser.

¹ Ved bruttoafvikling benyttes BIS model 1 og ved nettoafvikling BIS model 3. De nærmere definitioner kan fx findes i publikationen 'A glossary of terms used in payments and settlement systems', udgivet af **Committee on Payment and Settlement Systems**, som hører under BIS.

VP's deltagere, som foretager køb på vegne af indirekte deltagere og private investorer, kan endvidere sikre sig mod hovedstolsrisikoen på handler med disse kunder ved at tage pant eller et betalingsforbehold, jf. Værdipapirhandelslovens § 55 eller § 72.

Kilder

Beskrivelsen af afviklingsforløbet og proceduren vedr. penge- og afviklingskontrol fremgår af VP's clearingregler.

3.8 ANBEFALING 8 – ENDELIGHED I AFVIKLINGEN

Der skal opnås endelighed i afviklingen intradag gennem realtidsafvikling eller afvikling i blokke for dermed at reducere risici og tillade effektiv afvikling på tværs af systemer.

Vurdering

Observed.

Der er endelighed i afviklingen og mulighed for afvikling både i afviklingsblokke og i realtid. Indretningen af afviklingsdøgnet tillader samtidig deltagerne at flytte værdipapirer mellem værdipapircentraler inden for afviklingsdøgnet.

Begrundelse

Værdipapirhandler kan afvikles enten i en af VP's seks daglige handelsafviklingsblokke, dvs. ved nettoafvikling, eller ved bruttoafvikling (også kaldet straksafvikling), sidstnævnte dog kun hvis det drejer sig om handler mellem deltagere, der også fungerer som primære betalingsstillere og kun på egne vegne. De fleste handler afvikles i første afviklingsblok (blok 10), som allerede gennemføres ved begyndelsen af afviklingsdøgnet kl. 18.00. VP's nettoafviklingsblokke er indrettet omkring systemets links til andre værdipapircentraler, især linket til Euroclear. To af Euroclears afviklingsblokke er placeret imellem VP's blok 10, 20 og 30. Det betyder, at deltagere inden for afviklingsdøgnet kan flytte papirer frem og tilbage mellem VP og Euroclear.

Endelighed

Endelighed i afviklingen sikrer, at transaktioner ikke kan tilbageføres, når de er gennemført. Det har til formål at sikre systemet mod efterfølgende krav fra tredjeparter såsom konkursboer. Transaktioner, der indgår i en nettoafviklingsblok, nyder også en sådan beskyttelse. Det følger af, at **Settlement Finality**-direktivet, som nævnt under anbefaling 1, er implementeret i Værdipapirhandelsloven, og VP's systemer er designet i henhold hertil.

Ved nettoafvikling er der endelighed, når en afviklingsblok er gennemført, dvs. når der er sket en op- eller nedskrivning af deltagernes værdipapirkonti og en samtidig nettopostering af deltagernes handelsbeløb på deres afviklingskonti. Ved bruttoafvikling er en transaktion endelig og uigenkaldeligt gennemført, når værdipapirerne er overført

til køber. I begge tilfælde fremgår tidspunktet for endeligheden i VP's clearingregler.

For indrapporteringer gælder det, at de regnes for endelige, når parterne i en handel har indsendt bekræftelser med sammenfaldende oplysninger. En transaktion er derefter klar til afvikling og kan ikke tilbagekaldes af en af deltagerne eller af en tredjepart. Dette princip understøttes af Værdipapirhandelslovens § 57 c, der pålægger VP som clearingcentral at have regler om, hvornår ordrer regnes for værende indgået og ikke længere kan tilbagekaldes.

Kontroller og systemindretning

Før en afviklingsblok gennemføres, foretages der både en værdipapirkontrol og en pengekontrol. Hvis en handelstransaktion ikke kan gennemføres, enten på grund af manglende dækning på penge- eller værdipapirsiden, er VP berettiget til at udskyde handlen. De handler, der bliver udskudt, vil blive forsøgt afviklet i op til 20 dage efter udskydelser.

VP-systemet er dermed indrettet således, at transaktioner gennemføres så hurtigt som muligt og inden for det samme afviklingsdøgn, hvis der er dækning i såvel værdipapirer som penge. Hvis handler af den ene eller anden grund ikke kan afvikles i afviklingsblokkene og må udskydes i længere tid, kan deltagerne gennemføre tidskritiske værdipapirhandler i VP's bruttoafvikling.

Der er et tidsrum mellem de sidste afviklingsblokke i kroner og euro hhv. kl. 12.00 og kl. 13.35 og lukningen af de relevante betalingssystemer. Kronos lukker kl. 15.30 og Target2 kl. 18.00. Deltagerne har således tid til at foretage dispositioner i betalingssystemerne, efter værdipapirafviklingen er afsluttet. Det giver også tid til at udskyde afviklingsblokke. Et væsentligt forhold i denne sammenhæng er dog, at sikkerhedsretten skal være inddækket kl. 13.30, hvorfor udskydelser af blokke evt. skal koordineres med udskydelser af deadline for inddækning af sikkerhedsretten.

De fleste handler er allerede afviklet et stykke tid inden de sidste afviklingsblokke. Der er, jf. VP's clearingregler, kutyme for at afvikle handler så tidligt som muligt i afviklingsdøgnet. Det store flertal af handler afvikles således i blok 10, mens et fåtal afvikles i efterfølgende handelsblokke. Denne koncentration i en blok øger nettingeffekten.

Endelig er muligheden for at opnå ubegrænset intradag-kredit mod sikkerhed i Nationalbanken også medvirkende til en smidig afvikling. Især sikkerhedsretten (se boks 1, afsnit 2.6) gør, at deltagerne kan gøre effektiv brug af deres sikkerhedsstillelse til brug for afviklingen.

Kilder

Reglerne om endelighed i afviklingen fremgår af VP's clearingregler. De relevante regler i Værdipapirhandelsloven findes i lovens kapitel 18. En forklaring af endelighed som begreb kan fx findes i kapitel 6 i ECB (2010).

3.9 ANBEFALING 9 – KONTROLLER TIL SIKRING AF AFVIKLINGEN

Værdipapircentraler, der yder intradag-kredit til deres deltagere, inklusive værdipapircentraler som opererer nettoafviklingssystemer, skal som minimum benytte risikostyringsmekanismer, der sikrer rettidig afvikling, selv hvis deltageren med den største betalingsforpligtelse fjernes fra afviklingen. De mest pålidelige kontroller udgør en kombination af krav om sikkerhedsstillelse og beløbsgrænser.

Vurdering

Observed.

VP yder ikke afviklingskredit til deltagerne, og flere af de anbefalinger, der gives, er derfor ikke direkte relevante for VP. I kraft af at VP opererer et nettoafviklingssystem, er VP dog omfattet af anbefalingen.

Der er mekanismer i VP, fx sikkerhedsretten, som sikrer, at afviklingen forløber hensigtsmæssigt, selv hvis en vigtig deltager fjernes fra afviklingen. Analyser af afviklingsforløbet viser, at mellem 85 pct. og 95 pct. af alle transaktioner fortsat kan afvikles, hvis en af de største deltagere fjernes fra afviklingen.

Begrundelse

VP yder ikke intradag-kredit til deltagerne og er derfor ikke eksponeret over for sådanne kreditrisici. Deltagerne kan i stedet skaffe intradag-likviditet i Nationalbanken mod sikkerhed i form af aktiver, der indgår i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag. I praksis gøres dette typisk ved brug af sikkerhedsretten, som beskrevet i boks 1. Den værdi, som aktiverne kan belånes til, er lavere end markedsværdien, da der fradrages et værdipapirspecifikt haircut.

Efter VP's clearingregler skal deltagerne reservere mere likviditet (i form af en likviditetsbuffer), end der kræves for at gennemføre afviklingen. Hvis en deltager reserverer mindre likviditet end påkrævet, sanktioneres deltageren med bøder, jf. anbefaling 3. VP foretager både penge- og beholdningskontrol i forbindelse med afviklingen, og overtræk er ikke tilladt.

Muligheden for tabsfordelingsaftaler i tilfælde af deltageres konkurs er også tidligere blevet drøftet, men det blev besluttet ikke at indføre sådanne. Blandt grundene til dette var, at det ville forringe incitamenterne til god risikostyring.

Strukturen af afviklingsdøgnet bidrager også til at mindske risiciene ved en deltagers fjernelse fra afviklingen. Størstedelen af afviklingen finder sted i de natlige afviklingsblokke, særligt blok 10, mens konkurser typisk anmeldes om morgenen, hvorefter afviklingsmængderne er mere begrænsede.

Stresstests af afviklingsforløbet

I forbindelse med den vurdering af VP, der blev udarbejdet i 2004, blev der foretaget flere tests, bl.a. på årets største afviklingsdag, af hvad der ville ske, hvis den største deltager eller andre vigtige deltagere blev fjernet fra afviklingen. Hovedkonklusionen var, at afviklingen var robust. Det overvejende flertal, typisk mellem 85 pct. og 95 pct., af alle handler kunne fortsat afvikles. I de tilfælde, hvor handler ikke kunne afvikles, var årsagen primært manglende dækning på værdipapirsiden og ikke manglende likviditet. Analysen påpegede også vigtigheden af sikkerhedsretten, der tillader deltagere straks at skaffe ekstra likviditet ved at belåne modtagne værdipapirer.

Strukturen på obligationsmarkedet har ikke ændret sig nævneværdigt siden da, og der stilles stadig de samme krav til likviditetsbuffer. For at sikre at konklusionerne fra 2004 stadig holder, er der dog blevet foretaget en tilsvarende analyse baseret på data fra foråret 2011.

Som en del af 2011-analysen blev hhv. deltageren med den største og næststørste betalingsforpligtelse fjernet, hvorefter afviklingen blev forsøgt gennemført. I et scenarie blev begge deltagere fjernet. I alle tilfælde kunne afviklingen fortsat gennemføres uden væsentlige problemer. Selv hvis begge deltagere blev fjernet samtidig, forblev afviklingsprocenten over 85 pct. målt efter antallet af handler (mod knap 95 pct. i basisscenariet, hvor ingen deltagere blev fjernet).

Kun enkelte deltagere kom i likviditetsovertræk som konsekvens af fjernelsen af deltagerne med de største betalingsforpligtelser. De deltagere, som fik et stort ekstra likviditetsbehov, kunne fortsat gennemføre deres betalinger og gjorde primært dette vha. træk på sikkerhedsretten.

Analysen gav også et indblik i risiciene ved indirekte deltagelse, idet de fjernede deltagere gav kreditlines til en række andre deltagere. Disse kreditlines blev også fjernet, men uden større konsekvenser for afviklingen.

Den samlede konklusion er således, at afviklingen er forholdsvis robust, selv hvis deltageren med den største betalingsforpligtelse fjernes.

2011-analysen er udbygget i forhold til den tidligere analyse pga. introduktionen af en central modpart på aktiemarkedet i efteråret 2009. Da en væsentlig del af den samlede aktiehandel clearer gennem den centrale modpart, er den en særligt vigtig deltager. Hvis andre deltagere

ikke kan afvikle og derfor ikke leverer eller aftager værdipapirer til/fra CCP'en, kan det potentielt føre til store problemer i aktieafviklingen.

Med udgangspunkt i dette blev der foretaget analyser af to scenarier. I det første blev deltageren med den største betalingsforpligtelse til CCP'en fjernet, og i det andet blev deltageren, som skulle levere flest værdipapirer (beløbsmæssigt) til CCP'en, fjernet. I begge tilfælde kom CCP'en selv i mindre overtræk, men det førte ikke til væsentlige likviditetsproblemer for andre deltagere. Pga. et utilstrækkeligt datagrundlag var det ikke muligt at sammenligne afviklingsprocenter for CCP'en i de forskellige scenarier.

Datagrundlag

Mere generelt udgør et manglende datagrundlag en forhindring for at foretage analyser af afviklingsforløbet. For at foretage de analyser, som er beskrevet ovenfor, skal VP tage en kopi af faktiske produktionsdata på en given afviklingsdag. Det er samtidig en arbejdskrævende og besværlig proces at foretage simulerede afviklingskørsler, hvor fx en deltager fjernes. Det er således ikke muligt at teste scenarier på historisk udvalgte dage, og der er væsentlige begrænsninger i omfanget af sådanne tests. Det er u hensigtsmæssigt, ikke blot fra et overvågningsperspektiv, men også for VP og deltagerne. Der er en række spørgsmål, fx vedrørende indretningen af afviklingsforløbet, som bedre ville kunne belyses, hvis VP havde data og mere fleksible værktøjer til at simulere forskellige afviklingsscenarier.

VP har anført, at det vil være forbundet med væsentlige omkostninger at etablere et bedre datagrundlag og udvikle redskaberne til fx at analysere alternative afviklingsscenarier.

Regler og procedurer

Et andet forhold, som ikke direkte er omfattet af denne anbefaling, men som bør nævnes, fordi det eksplicit behandles i de nye principper for finansielle markedsinfrastrukturer (se afsnit 2.7), er regler og procedurer i tilfælde af en deltagers konkurs. Dette spørgsmål er reguleret i værdipapirhandelslovens § 64 (registreringsvirksomhed) og i VP's clearingregler (diskuteret i afsnit 3.1)

De nye principper forventes at stille skærpede krav på det område, bl.a. skal det klart fremgå af reglerne, hvordan en konkurs identificeres, hvilke skridt der tages i tilfælde af konkurs og konsekvensen af disse, hvordan forskellige typer af transaktioner (fx kundehandler og handler på egne vegne) behandles, hvordan andre interessenter inddrages mv. Infrastrukturer skal endvidere sikre, at såvel deres deltagere som offent-

ligheden har en forståelse for disse procedurer. Målet er at sikre tillid til markedet i tilfælde af en konkurs.

Kommentarer

Pga. mangel på lettilgængelige historiske data og redskaber til at simulere afviklingsforløb er det vanskeligt at analysere interessante stress-scenarier.

Spørgsmål om dataindsamling er ikke direkte adresseret i anbefalingerne, men omvendt er tilstedeværelsen af sådanne data en forudsætning for at bedømme, om anbefalingerne er opfyldt. Det anbefales derfor, at muligheden for at etablere et bedre datagrundlag undersøges og afvejes mod de omkostninger, der måtte være forbundet med dette. Såfremt et sådant datagrundlag ikke etableres, kan den pågældende anbefaling blive nedvurderet i forbindelse med en fremtidig vurdering.

Når de nye CPSS/IOSCO-principper for finansielle markedsinfrastrukturer offentliggøres (de forventes færdige i 2012), anbefales det også, at der foretages et eftersyn af VP's regler og procedurer for konkurssituationer med henblik på at sikre, at reglerne og procedurerne lever op til kravene i principperne.

Kilder

Nationalbankens kreditgivning og regler for sikkerhedsstillelse er beskrevet i Poffet (2010). De tests, som VP har foretaget i forbindelse med udarbejdelsen af denne vurderingsrapport, er blevet drøftet og udarbejdet i samarbejde mellem VP og Nationalbanken. I forbindelse med diskussionen af nye principper for finansielle markedsinfrastrukturer henvises til CPSS/IOSCO (2011) og især princip 13 om "Participant-default rules and procedures".

3.10 ANBEFALING 10 – BETALINGSAFVIKLING

De aktiver, der benyttes til at betale for værdipapirhandelstransaktioner, bør medføre begrænsede kredit- og likviditetsrisici. Hvis centralbankpenge ikke benyttes, skal der tages skridt for at beskytte deltagerne i systemet fra potentielle tab og likviditetsproblemer, der kan opstå som følge af problemer hos den pågældende afviklingsbank.

Vurdering

Observed.

VP-afviklingen i kroner finder sted i centralbankpenge og er derfor ikke forbundet med kreditrisici. Indretningen af afviklingsforløbet medfører samtidig begrænsede likviditetsrisici. Likviditet til at afvikle i euro formidles alene af Nationalbanken, og risiciene vurderes at være begrænsede.

Begrundelse

Deltagere i VP's systemer kan enten foretage afvikling i centralbankpenge eller indgå en aftale med en anden deltager om pengeafvikling. De deltagere, der afvikler i centralbankpenge, kaldes primære betalingsstillere. De skal være godkendt til og have oprettet de fornødne afviklingskonti i Danmarks Nationalbank. Alle primære betalingsstillere er endvidere under tilsyn.

For primære betalingsstillere sker pengeafvikling i centralbankpenge; der er derfor ingen kreditrisiko forbundet med dette. Likviditetsrisiciene i afviklingen mindskes gennem bl.a. indretningen af afviklingsforløbet og eksistensen af nødprocedurer.

Samtlige af de større deltagere i VP-afviklingen er primære betalingsstillere i kroner og også i euro. Afviklingen af transaktioner i kroner er væsentligt større end afviklingen i euro¹; og danske euroudstedelser flytter i stigende grad til VP Lux. Ved begyndelsen af februar 2011 havde over halvdelen af VP's deltagere VP-afviklingskonti i Nationalbanken. I sammenligning med andre lande er der tale om en høj grad af direkte deltagelse, og de samlede risici forbundet med indirekte deltagelse er derfor begrænsede.

¹ I 2010 udgjorde værdien af afviklede handler i euro 0,63 pct. af værdien af afviklede handler i kroner.

Mulighed for deltagelse

Af Nationalbankens kontobestemmelser fremgår, at det som udgangspunkt kun er kreditinstitutter, investeringsselskaber eller filialer af disse, som er underlagt finansielt tilsyn i enten Danmark eller et andet EU-land, der kan få oprettet konti i Nationalbanken.¹

Pengeafviklingen er derudover reguleret i en aftale mellem Nationalbanken og VP. Aftalen beskriver de generelle vilkår for pengeafviklingen. I et bilag til aftalen er der en beskrivelse af de gældende nødprocedurer. Nødprocedurerne er senest blevet gennemgået i efteråret 2010.

Indirekte deltagelse

Især udenlandske deltagere vælger typisk at lade en større, lokal deltager forestå pengeafviklingen, men har også mulighed for selv at åbne afviklingskonti i Danmarks Nationalbank, hvis de opfylder kravene i Nationalbankens kontobestemmelser. Danmarks Nationalbank yder også intradagkredit til deltagere, der deltager på grænseoverskridende basis, såkaldt remote access.

Der er generelt en høj andel af direkte deltagere i VP-systemet. Det begrænser de samlede risici ved indirekte deltagelse. Spørgsmålet om indirekte deltagelse behandles under alle omstændigheder ikke særskilt i anbefalingerne, men det lader til at ville blive tillagt større vægt med de kommende CPSS/IOSCO-principper (se CPSS/IOSCO 2011).

Likviditetsrisici

Afviklingsforløbet er indrettet med henblik på at mindske likviditetsrisici. I forbindelse med afviklingen overføres afviklingsbeløbene umiddelbart efter endt afvikling, og de kan således benyttes til andre formål straks derefter. Det mindsker deltageres likviditetsbehov og bidrager derved til en smidig afvikling.

Overførsler i danske kroner mellem deltagerne i pengeafviklingen sker i Kronos, som vurderes at være et sikkert system. Kronos er blevet vurderet efter internationale standarder for betalingssystemer, de såkaldte **Core Principles for Systemically Important Payments Systems**.

Transaktioner i euro afvikles i Target2, som også er vurderet efter samme principper. Der er dog ikke tale om afvikling i centralbankpenge på helt samme vis som i kroner. Deltagerne kan låne euro intradag af Nationalbanken mod sikkerhed, men Nationalbanken låner selv disse euro af en kommerciel bank. Den samlede grænse for deltagerne er 1 mia. euro, hvilket begrænser risikoen ved denne ordning.

¹ Derudover kan andre, som efter Nationalbankens vurdering har væsentlig betydning for betalingsafviklingen i Danmark, også få oprettet konti. Det kunne fx dreje sig om en værdipapircentral eller en central modpart, der ikke har status som en kreditinstitution.

Kilder

Pengeafviklingen af værdipapirhandler er beskrevet i kapitel 6 i Danmarks Nationalbank (2005). Reglerne for betalingsafviklingen i kroner og euro fremgår af VP's clearingregler, mens forholdet mellem VP og Nationalbanken reguleres i en bilateral aftale om vilkårene for kontantafviklingen. Kravene til deltagere, der ønsker at oprette afviklingskonti i Danmarks Nationalbank, fremgår af Nationalbankens kontobestemmelser.

3.11 ANBEFALING 11 – OPERATIONEL RISIKO

Kilder til operationelle risici, der er en del af clearings- og afviklingsprocessen, skal identificeres, overvåges og jævnligt vurderes. Disse risici skal minimeres ved brug af passende systemer og effektive kontroller. Systemer og relaterede funktioner bør (i) være pålidelige og sikre, (ii) baseret på teknisk fornuftige løsninger, (iii) udvikles og vedligeholdes i overensstemmelse med efterprøvede metoder, (iv) have tilstrækkelig kapacitet, (v) have tilstrækkelige nødprocedurer og back-up faciliteter og (vi) være genstand for regelmæssig og uafhængig revision.

Vurdering

Observed.

VP har et formaliseret system til identifikation og håndtering af operationelle risici. VP er underlagt tilsyn og både intern og ekstern revision. VP's systemer er pålidelige og sikre, og kapaciteten i systemerne er tilstrækkelig. Der er endvidere planer for håndtering af krisesituationer, som jævnligt testes. Endelig er ansvaret for de forskellige aspekter af den operationelle risikostyring klart placeret i organisationen.

Begrundelse

VP identificerer, overvåger og vurderer kontinuerligt operationelle risici. Dette arbejde er forankret i VP's sikkerhedspolitik, der beskriver VP's tilgang til identifikation og behandling af risici. Sikkerhedspolitikken beskriver således de overordnede rammer og principper for VP's risikostyring og identificerer de hovedgrupper af operationelle risici, som VP står over for. Den fremhæver også, at alle interne kontroller og procedurer skal være dokumenterede. Sikkerhedspolitikken vedligeholdes og godkendes på ledelsesniveau, og VP's bestyrelse godkender også sikkerhedspolitikken.

VP's kontroller er i altovervejende grad automatiserede. Ifølge VP er 98 pct. af alle kontroller automatiserede.

Systemsikkerhed, tekniske løsninger og kapacitet

Mindre hændelser finder indimellem sted i VP-afviklingen, mens større hændelser er en sjældenhed. Dog er der konstateret alvorlige tilfælde, hvor afviklingen er blevet forsinket over flere timer, fx 18. august 2010,

hvor betaling ved en fejl fandt sted for værdipapirer, som ikke blev leveret.

Hændelser skyldes ifølge VP typisk mindre problemer med applikationer. Der har ikke i løbet af det seneste år været tilfælde, hvor VP's systemer som helhed har været fejlramt.

Som beskrevet i anbefaling 15 er VP's systemer pålidelige: Oppetiden er konsekvent nær 100 pct. VP's interne og eksterne revision tilser, at systemerne er sikre. Fx gennemgår den interne revision løbende systemerne og giver anbefalinger til at rette op på evt. svagheder. Dette rapporteres på kvartalsmæssig basis, og af rapporteringen fremgår alle anbefalinger, der endnu ikke er blevet implementeret. Der konstateres sjældent væsentlige svagheder, og der følges op på, at mangler rettes.

VP står selv for udvikling, vedligeholdelse, idriftsættelse, drift og overvågning af egne systemer, og hverken clearing- eller afviklingsfunktioner er outsourcet til tredjeparter. IBM leverer hosting af mainframe-platform og tilknyttet storage samt overvågning og teknisk support af installeret basisprogrammel. VP er således i begrænset omfang eksponeret over for driftsforstyrrelser hos IBM.

VP's outsourcingaftale adresserer de risici, der er forbundet med outsourcing. Bl.a. modtager VP en specifik revisionserklæring, som godtgør, at VP's egne standarder efterleves. Endvidere har VP's revision ret til at gennemføre revision hos IBM af de funktioner, som IBM varetager for VP, og der sker løbende rapportering til VP vedrørende disse funktioner. Der er udarbejdet **service-level agreements**, og ændringer skal godkendes af VP, før de implementeres. VP's aftaler om outsourcing skal godkendes af Finanstilsynet, der også kan annullere sådanne aftaler.

Outsourcingaftalen sikrer VP adgang til tilstrækkelig computerkraft: VP har umiddelbar adgang til computerkraft svarende til fem gange det ordinære behov, og kapaciteten kan ifølge VP forøges yderligere i løbet af få timer.

Udvikling, test og implementering af applikationer foregår hos VP og er derfor ikke omfattet af outsourcing-aftalen. Udvikling og test af nye applikationer finder først sted i en kopi af VP's systemer og efterprøves i stressscenarier, før de introduceres i den egentlige drift. Ved større ændringer i VP's systemer, som også skal testes af VP's deltagere, varsles ændringer seks måneder, før de implementeres.

Data er endvidere sikret, idet kommunikation mellem datacentre finder sted gennem et dedikeret, krypteret netværk. En del kommunikation, fx med udenlandske deltagere, finder sted ved brug af SWIFT som beskrevet i anbefaling 16.

Nødprocedurer

Ansvar for overvågningen af nødprocedurer er placeret hos både den eksterne og interne revision. Den interne revision gennemgår nødprocedurer og overvåger test af procedurerne. Den eksterne revision foretager et review af planerne og testresultaterne og drøfter det med den interne revision. Nødprocedurer og krisesituationer testes på årlig basis, senest i november 2010. Test af nødprocedurer tilrettelægges således, at den samlede nødprocedureplan er testet inden for en femårig periode. Når der foretages en test, udarbejdes en rapport, der beskriver udfaldet af denne. Nationalbanken og VP har i efteråret 2010 gennemgået nødprocedurerne for betalingsafviklingen.

VP har et 'second site', som kan tages i brug i tilfælde af nødsituationer, og alt transaktionsdata spejles i realtid til denne lokation. Det betyder, at VP umiddelbart kan genoptage driften derfra uden tab af data. Der er omkring 10 kilometer imellem de to datacentre. Test af beredskabet har dokumenteret, at der kan ske et skifte til drift fra det sekundære site inden for en time. VP's systemer sikrer, at data såsom indrapporteringer ikke går tabt, idet de opbevares i en slags elektronisk 'postkasse', indtil de er blevet behandlet i systemerne.

VP's nødprocedurer specificerer, hvad der regnes for kerneaktiviteter (i praksis, hvad der kan beskrives som "produktion" eller afvikling), og hvad der regnes for værende accessoriske aktiviteter. Det er produktionen, der straks genoptages i tilfælde af en krise, mens accessoriske aktiviteter, fx systemudvikling, først genoptages efterfølgende.

Nogle af de mere generelle forhold, der vil gøre sig gældende i en krisesituation, såsom identifikation af kritisk personale og informationsflow er beskrevet i VP's beredskabsplan. I tilfælde af problemer informeres et særligt krisehåndteringsteam om problemerne og tager så stilling til, om nødprocedurer skal tages i brug. I denne plan er setuppet i tilfælde af en krisesituation beskrevet, inklusive opdelingen af medarbejdere i forskellige team. Nødprocedurer er også blevet koordineret med eksterne interessenter.

Revision

VP's interne kontroller vurderes af flere parter, primært VP's interne revision, som foretager systemrevision i henhold til systemrevisionsbekendtgørelsen. VP's interne revision efterser bl.a. a) overholdelse af lovgivning, b) sikkerhed og kontroller i systemer, c) overensstemmelse mellem vejledninger og systemers faktiske funktion og d) at interne kontroller og sikkerhedsprocedurer følges i de daglige operationer. Systemrevisionsbekendtgørelsen stiller derudover en række andre krav, bl.a. til

kvalifikationerne hos de personer, der foretager revisionen. Den interne revision rapporterer direkte til bestyrelsen.

Ud over at foretage almindelig (dvs. finansiel) revision, vurderer VP's eksterne revisor også den interne systemrevision. Det indebærer bl.a. gennemgang af systemrevisionens arbejdspapirer og udførsel af udvalgte opgaver.

Ud over intern og ekstern revision er VP underlagt Finanstilsynets tilsyn, som har til formål at sikre, at VP overholder værdipapirhandelsloven og regler, der er udstedt i medfør heraf. VP sender årsprotokol fra både intern og ekstern revision samt systemrevisionsprotokol til Finanstilsynet, som foretager en gennemgang. Finanstilsynets tilsyn indebærer, at der periodisk foretages en større 'on-site' inspektion. Nationalbanken vil deltage i Finanstilsynets kommende inspektion af VP.

Nationalbanken får endvidere kendskab til konklusionerne fra revisionsarbejdet. VP rapporterer på kvartalsbasis til Nationalbanken, som videreformidler rapportering til den luxembourgske centralbank, der overvåger VP Lux. VP Lux har outsourcet sin drift til VP. Denne rapportering indeholder bl.a. den interne revisions systemrevision og gennemgang af VP's interne kontroller.

Revisionsudvalget er et rådgivende organ, der består af interne revisorer fra den finansielle sektor og VP's eksterne revisor. Udvalget informeres om den årlige plan for revisionen, det konkrete arbejde samt væsentlige resultater fra revisionen. Udvalget gennemgår også revisionsprotokoller, før de sendes til godkendelse hos bestyrelsen, og rådgiver VP's ledelse om spørgsmål relateret til revision, sikkerhed og brugen af interne kontroller.

Der foretages en gennemgang af VP's operationelle risikostyring på årlig basis. Det inkluderer såvel en gennemgang af politikker og procedurer som tests af disse. Det er VP's interne revision, der står for dette, mens det overordnede ansvar er placeret hos VP's bestyrelse.

Kilder

Rammerne for VP's styring af operationelle risici fremgår af VP's sikkerhedspolitik. Revisionsarbejdet, både det interne og eksterne, fremgår derudover af revisionsrapporter. Særligt vigtigt i denne forbindelse er systemrevisionen, som foretages efter systemrevisionsbekendtgørelsen.

3.12 ANBEFALING 12 – BESKYTTELSE AF KUNDERS VÆRDIPAPIRER

Institutioner, der opbevarer værdipapirer, skal benytte regnskabspraksis og opbevaringsprocedurer, der fuldt ud beskytter kunders værdipapirer. Det er essentielt, at kunders værdipapirer sikres mod krav fra kontoførende institutters kreditorer.

Vurdering

Observed.

VP's system med enkeltinvestorkonti sikrer i høj grad beskyttelsen af kunders værdipapirer. Der er derudover et solidt lovgrundlag, der understøtter dette, og kunderne er også på anden vis sikret mod tab pga. fx fejlregistreringer.

Begrundelse

VP opererer med en enkeltinvestormodel. Hver enkelt investor har således mindst et depot i VP. Depotterne varetages for de flestes vedkommende af en anden kontoansvarlig. Eftersom registrering af værdipapirer i en værdipapircentral er den fornødne og tilstrækkelige sikringsakt, jf. Værdipapirhandelslovens § 66, er investorer sikret mod hændelser såsom et kontoførende instituts konkurs. De kontoførende institutter har endvidere mulighed for at oprette samledepoter, men kun få har benyttet muligheden, men også i det tilfælde nyder investorer beskyttelse. Sikkerheden er lovfæstet i § 72 i Lov om finansiel virksomhed, der pålægger finansielle virksomheder at sikre kundernes ejendomsret til deres midler.

Det er samtidig kun udvalgte deltagere, der kan tilsluttes som kontoførende institutter, jf. Værdipapirhandelslovens § 62, stk. 1. Disse er enten underlagt både finansielt tilsyn og revision, eller er udvalgte offentlige institutioner (såsom Økonomistyrelsen og Danmarks Nationalbank). De kontoførende institutter har derudover pligt til som minimum at opfylde reglerne i registreringsbekendtgørelsen, som fx indeholder regler om tjek af kunders identitet.

Håndtering af risici

Skulle en kunde lide tab pga. fejlregistrering, misbrug eller lignende er der regler for compensation. Reglerne for klager fremgår af Værdipapirhandelslovens kapitel 24, som beskriver både værdipapircentralers og

kontoførende institutters erstatningspligt. Der er oprettet et klagenævn, som behandler klager.

En anden risiko for investorer er, hvad der konkret skal ske med deres depoter, hvis et kontoførende institut går konkurs. I det tilfælde er praksis, at investorernes depoter overføres til et andet kontoførende institut. Hvis dette ikke umiddelbart kan lade sig gøre, skal VP selv fungere som kontoførende institut i en periode på op til fire måneder. Det fremgår af Værdipapirhandelslovens § 64.

Eftersom alle værdipapirer er direkte registreret på enkeltinvestorkonti i VP, er der ikke noget umiddelbart behov for afstemning mellem VP og de kontoførende institutter, som det er tilfældet i lande, hvor der benyttes omnibuskonti (samlekonti). VP foretager dog jævnligt afstemninger, hvor det sikres, at der er overensstemmelse mellem den cirkulerende mængde af aktiver og oversigten over de aktiver, der er blevet udstedt, kaldet hovedbogen. Det gøres for at sikre, at der er overensstemmelse mellem antallet af udstedte og ejede værdipapirer.

Afstemning sker efter enhver ændring i hovedbogen, ved corporate actions og for samtlige værdipapirer én gang om ugen. Som nævnt i behandlingen af anbefaling 11 tilser både den interne og eksterne revision, at VP benytter effektive kontroller. VP-systemet fungerer også sådan, at der ikke kan eksistere negative (debet-) balancer for værdipapirer, hvilket medvirker til at sikre udstedelsernes integritet.

Der er derudover en række regler, som på anden vis har til formål at beskytte investorer. § 13 i Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel sikrer, at investorer fx informeres om vilkårene for og risiciene forbundet med opbevaring hos tredjemand og udlån af værdipapirer. Revisionsbekendtgørelsen pålægger endvidere de kontoførende institutter at have særlige kontroller, der sikrer, at investorernes ejerforhold stemmer overens med det kontoførende instituts registreringer.

Kilder

Reglerne om registrering af værdipapirer fremgår af afsnit 4 i Værdipapirhandelsloven og er uddybet i registreringsbekendtgørelsen. Forhold omkring registrering er også beskrevet i VP's forretningsmæssige vejledninger.

3.13 ANBEFALING 13 – GOVERNANCE

Governancestrukturer for en værdipapircentral bør designes således, at de opfylder samfundets interesser og promoverer ejernes og de relevante markedsdeltageres målsætninger.

Vurdering

Observed

VP's bestyrelse er bredt sammensat af interessenterne på det danske værdipapirmarked. Det bidrager, i samspil med lovgivning på området, til at VP's adfærd både tilgodeser ejernes, kundernes og den offentlige interesse.

Begrundelse

VP har siden 2002 været et aktieselskab, ejet af aktørerne på værdipapirmarkedet. En bred gruppe af interessenter er repræsenteret i ejerkredsen, hvilket bidrager til at sikre, at beslutninger tager hensyn til investorer, udstedere, den finansielle stabilitet, etc. i betragtning.

Som det generelt er tilfældet for aktieselskaber, udøver aktionærerne deres indflydelse gennem generalforsamlingen, som udpeger VP's ledelse. Ejerkredsens indbyrdes forhold er derudover reguleret af en aktionæroverenskomst, som bl.a. sikrer alle gruppers repræsentation i VP's bestyrelse. VP's medarbejdere er også repræsenteret i bestyrelsen med fem personer ud af i alt 15 (medarbejdernes ret til repræsentation er reguleret i Selskabsloven). De 10 resterende personer vælges på generalforsamlingen. Bestyrelsen har det overordnede ansvar for VP's styring, mens direktionen varetager den daglige ledelse. Særligt væsentlige beslutninger skal gennem bestyrelsen; en række dispositioner, fx relateret til outsourcing, skal også godkendes af Finanstilsynet.

Bestyrelsen

Det er som udgangspunkt bestyrelsens ansvar, at VP's ledelse har både de rette evner og incitamenter. Der er samtidig krav i Værdipapirhandelslovens § 9 om, at både medlemmer af bestyrelse og direktion har den fornødne erfaring og udviser ansvarlig adfærd. Hvad angår adfærd "lægges der vægt på hensynet til at opretholde tilliden til den finansielle sektor", og Finanstilsynet har generelt vidtgående beføjelser til at afskedige ledelser i finansielle virksomheder efter de såkaldte fit and proper-regler.

Bestyrelsen modtager samtidig rapportering om VP's forretning. Som nævnt i behandlingen af anbefaling 11 er VP også underlagt flere former for revision, og resultaterne af revisionsarbejdet rapporteres til bestyrelsen.

Sikring af andre interessenter

Den eksterne revision sikrer, at årsrapporten, der er et middel til at kommunikere om VP's forretning til offentligheden, er retvisende. VP's årsrapporter fra de seneste år kan findes på VP's hjemmeside.

Den offentlige interesse sikres også på andre måder. Der vil ofte være et sammenfald mellem aktørerne på værdipapirmarkedets egeninteresse og den offentlige interesse. Nationalbanken, som netop har til opgave at bidrage en sikker og effektiv betalings- og afviklingsinfrastruktur, er også repræsenteret i bestyrelsen. Derudover opstiller lovgivningen i flere tilfælde rammer for VP's virksomhed. Som eksempel skal en værdipapircentrals vedtægter godkendes af Finanstilsynet, jf. Værdipapirhandelslovens § 59, stk. 6. Og på flere områder nævner VP's vedtægter specifikke mål, der er i den offentlige interesse, fx efterlevelse af internationale standarder (og derved en sikker afvikling) og at muliggøre en bredt funderet aktionærkultur. Sidstnævnte er bl.a. afspejlet i systemet med enkeltinvestorkonti.

VP tilser endvidere, at kundernes interesser varetages. Bl.a. holdes der jævnligt møder i VP's kundeforum, hvor spørgsmål af interesse for kunderne drøftes. Ifølge VP har der heller ikke været konstateret eller identificeret mulige tilfælde med interessekonflikter. Idet VP ikke yder kredit til clearingdeltagere, er der heller ikke nogen interessekonflikt i forbindelse med dette.

Kilder

De lovgivningsmæssige rammer for VP's governance er givet i Selskabsloven og Værdipapirhandelsloven, som begge er offentligt tilgængelige. Det indbyrdes forhold mellem aktionærerne er reguleret af en aktionæroverenskomst. Oplysninger om VP's governancestruktur er beskrevet på VP's hjemmeside, fx i VP's vedtægter, og i VP's årsrapporter.

3.14 ANBEFALING 14 – ADGANG

Værdipapircentraler skal benytte objektive og offentligt tilgængelige adgangskriterier, der tillader fair og åben adgang. Regler og krav, der er adgangsbegrænsende, skal være begrundet i risikohensyn.

Vurdering

Observed

VP's adgangskriterier er objektive og offentligt tilgængelige. Hvor der er begrænsninger i adgangen eller mulighed for udelukkelse, er det begrundet i risikohensyn.

Begrundelse

VP skal jf. Værdipapirhandelsloven, jf. lovens § 54, indgå tilslutningsaftaler med dets kunder. I praksis indgås en standardiseret tilslutningsaftale og evt. flere delaftaler afhængig af deltagerens valg af funktionsområder. De forskellige funktionsområder, som deltagere kan tilsluttes, fremgår af den generelle tilslutningsaftale. Fx er 'udstedelsesansvarlig' et funktionsområde, og deltagere indgår således en delaftale med VP, hvis de er udstedelsesansvarlige.

VP's samlede virksomhed kan opdeles i clearing- og registreringsvirksomhed. Der er særlige kriterier for at deltage i VP's clearingvirksomhed. Deltagelse er åben for en række typer af virksomheder, herunder bl.a. værdipapirhandlere, kreditinstitutter, investeringsselskaber og clearingcentraler. De nærmere regler fremgår af både værdipapirhandelsloven (bl.a. § 54, § 62 og § 64) og VP's clearingregler, som også er offentligt tilgængelige. På tilsvarende vis gælder regler for VP's registreringsvirksomhed. Kontoførende institutter skal bl.a., som nævnt under anbefaling 12, leve op til kravene i registreringsbekendtgørelsen.

Der er derudover generelle adgangskriterier. Bl.a. forudsætter deltagelse en efterprøvet teknisk tilslutning til VP og accept af tilslutningsaftalens krav vedrørende misligholdelse, konkurs mv. Derudover er der, som nævnt under behandling af anbefaling 10, særlige krav til deltagere, der deltager i pengeafviklingen.

Samtlige adgangskriterier er objektive og offentligt tilgængelige, og reglerne er anmeldt til Finanstilsynet. VP er forpligtet til på skrift at meddele en ansøger, hvorfor en ansøgning om adgang er blevet afvist. I praksis har dette imidlertid ikke været nødvendigt.

For udenlandske deltagere gælder særlige regler. For disse kræves en juridisk erklæring, der bekræfter, at de kan indgå i en tilslutningsaftale med VP. For deltagere fra lande, der ikke har implementeret Finality-direktivet, kræves også en juridisk erklæring, som dokumenterer, at VP's regler om afvikling, netting, behandling i konkurs, mv. kan gøres gældende over for deltageren.

Opsigelse

Deltagere kan typisk opsig deres aftaler med VP med få måneders varsel (afhængig af deltagertypen), mens VP kan ophæve aftaler med en deltager ved gentagen misligholdelse af kravene i tilslutningsaftalen. I det tilfælde informerer VP også Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank. Hvis en deltager er et kontoførende institut, der ophører med at varetage denne funktion, overføres dets aktiviteter som kontoførende institut til et andet institut eller evt. til VP selv. Reglerne for opsigelse fremgår af VP's tilslutningsaftale, som er offentligt tilgængelig.

Kilder

Værdipapirhandelsloven bestemmer, hvem der kan være deltagere i VP. Selve forholdet mellem VP og deltagerne er reguleret i VP's tilslutningsaftale og forskellige delaftaler.

3.15 ANBEFALING 15 – EFFEKTIVITET¹

Ud over at være sikre skal værdipapirafviklingssystemer møde deres brugeres krav på en omkostningseffektiv måde.

Vurdering

Observed

VP har mekanismer på plads til at overvåge både omkostningsstruktur, serviceniveau og operationel stabilitet.

Begrundelse

VP gennemgår regelmæssigt omkostninger og priser. Bestyrelsen modtager kvartalsvise rapporter om VP's omsætning, omkostninger og indtjening. VP's priser reguleres med jævne mellemrum. Som eksempel nedsatte VP sine priser pr. 1. april 2010.

VP sammenligner sine priser med andre værdipapircentraler. Direkte sammenligninger besværliggøres dog af, at ikke alle værdipapircentraler benytter priser, som reflekterer omkostningerne ved at producere deres ydelser. Der er flere værdipapircentraler, som foretager krydssubsidiering på tværs af produkttyper. Ifølge VP er det ikke tilfældet i VP, idet priserne reflekterer produktionsomkostningerne, hvilket burde bidrage til en effektiv allokering af resurser.

På tilsvarende vis drøfter VP serviceniveau i dialog med bestyrelsen, enkelte kunder eller kunderne i fællesskab. Serviceniveauet diskuteres fx i kvartalsvis rapportering, som bestyrelsen modtager. Derudover holder VP faste møder med kunder i VP's kundeforum, hvor en række spørgsmål, bl.a. behovet for nye serviceydelser, diskuteres.

Operationel effektivitet

VP følger også kontinuerligt med i deres systemers operationelle kapacitet. Der udarbejdes månedlige rapporter om operationel pålidelighed. I 2010 har VP-systemets opetid konstant ligget på 100 pct., og der har derfor ikke været behov for større ændringer. VP foretager dog periodiske stresstests for at sikre, at der ikke er kapacitetsbegrænsninger i sy-

¹ Effektivitet er et flertydigt begreb, og det kan samtidig være svært at måle og sammenligne effektivitet på tværs af markeder, systemer, etc. Essensen af anbefaling 15 er ikke, at et værdipapirafviklingssystem skal leve op til specifikke benchmarks eller lignende. Den er derimod, at systemejeren regelmæssigt skal vurdere a) omkostninger og priser og b) serviceniveau og operationel stabilitet. Der skal med andre ord være mekanismer på plads, der har til formål at sikre omkostningseffektive operationer, der lever op til brugernes krav.

stemet. Der er samtidig en forretningsgang for at ændre kapaciteten, og en forøgelse kan finde sted i løbet af få minutter.

Kilder

Beskrivelsen er baseret på eksemplarer af den kvartalsvise rapportering, som VP's bestyrelse modtager om hændelser og driftsfunktionalitet, inklusive statistik vedr. VP-systemets opetid.

3.16 ANBEFALING 16 – KOMMUNIKATIONSSTANDARDER

Værdipapircentraler og deres deltagere skal benytte eller muliggøre brugen af relevante internationale kommunikationsprocedurer og –standarder med henblik på at facilitere effektiv clearing og afvikling på tværs af systemer. Dette vil promovere straight-through processing (STP) i hele transaktionsflowet for værdipapirhandler.

Vurdering

Observed.

VP-systemet understøtter relevante internationale kommunikationsstandarder, og der er implementeret STP i VP-systemet.

Begrundelse

VP-systemet er i stand til at kommunikere vha. en række internationale kommunikationsstandarder og –procedurer. Det gælder ISO 15022 kommunikationsformatet, som er den internationale kommunikationsstandard ved værdipapirhandel, ISO 6166, som vedrører identifikation af værdipapirer (ISINs) og modparter (BIC), og ISO 10962 formatet for klassificering af finansielle instrumenter (CFI). VP arbejder derudover på at implementere de elementer af ISO 20022 formatet, som er relevante for VP's forretning. ISO 20022 er efterfølgeren til ISO 15022. Vejledninger om VP's kommunikationsregler og deltagernes brug af SWIFT-meddelelser kan findes på VP's hjemmeside; adgang til disse kræver dog en brugeradgang.

Straight-through processing og formater

Straight-through processing (STP) er fuldt implementeret i VP's system på basis af ovennævnte internationale standarder. STP tillader bl.a. effektive links til andre værdipapircentraler såsom Euroclear, Clearstream og VP's eget datterselskab VP Lux. VP tilbyder derudover ydelser, der sikrer en højere grad af STP for deltagernes vedkommende, fx vp.TRADE STP, som automatiserer indrapporteringen af handler foretaget på flere handelsplatforme.

I praksis sker det meste af kommunikationen mellem VP og VP's deltagere gennem et proprietært format udviklet af VP. Det er primært udenlandske deltagere (remote members), der benytter SWIFT-meddelelser. Enkelte danske kunder er dog konverteret fra VP's proprietære format til SWIFT, og flere er på vej. Derfor indeholder VP's SWIFT-

strategi et langsigtet element om omlægning af det proprietære format til SWIFT-formater.

Der er dog hidtil visse iboende begrænsninger i brugen af SWIFT-meddelelser, fordi ISO 15022 ikke er tilstrækkeligt tilpasset værdipapirafvikling i en værdipapircentral. Fx eksisterer der ikke en SWIFT-meddelelse til oprettelse af konti, men det er tilfældet i ISO 20022. Udenlandske deltagere vælger derfor typisk at benytte en anden deltager eller VP selv som kontoførende institut.

Kilder

VP's regler for brug af SWIFT-meddelelser fremgår af vejledninger på VP's hjemmeside. Mere generel information om internationale kommunikationsstandarder kan findes på ISO's hjemmesider, fx www.iso20022.org i tilfældet ISO 20022.

3.17 ANBEFALING 17 – GENNEMSIGTIGHED

Værdipapircentraler skal give markedsdeltagerne tilstrækkelig information, så de kan identificere risici og omkostninger forbundet med clearing- og afviklingsvirksomhed.

Vurdering

Observed.

VP offentliggør informationer om en række aspekter af forretningen på VP's hjemmeside. Der er generelt gennemsigtig og tilstrækkelig information om priser og andre forhold ved deltagelse i VP-systemet.

Begrundelse

En række informationer om VP er tilgængelige via VP's hjemmeside. Det drejer sig bl.a. om VP's clearingregler, tilslutningsaftale og delaftaler, statistik om afvikling, informationer om governance og priser. Informationerne er tilgængelige for offentligheden på både dansk og engelsk.

Gennemsigthed i VP er forankret i en europæisk **code of conduct**¹. VP og andre værdipapircentraler har forpligtet sig til at skabe øget gennemsigthed om bl.a. priser. Derudover svarer VP regelmæssigt på spørgeskemaer udarbejdet af internationale organisationer om værdipapiropbevaring, -clearing og -afvikling. Svarene kan findes på VP's hjemmeside. Det drejer sig om svar på spørgeskemaer udarbejdet af Association of Global Custodians, International Securities Services Association og European Central Securities Depositories Association.

I marts 2011 har VP også offentliggjort opdaterede svar til CPSS/IOSCO's Disclosure Framework, som i al væsentlighed svarer til indholdet af den self-assessment, som denne rapport bygger på.

VP's prisliste er tilgængelig på VP's hjemmeside. Der er separate priser for hver enkelt ydelse, hvilket medvirker til en høj grad af gennemsigthed. Prisstrukturen er samtidig forholdsvis overskuelig, idet priserne generelt er enhedspriser, som dog kan afhænge af volumen (fx antal transaktioner eller konti). En anden kilde til information om VP's indtjening og omkostninger er VP's årsrapporter, som kan findes på hjemmesiden.

¹ "European Code of Conduct for Clearing and Settlement", pr. 7. november 2006. Der er et link til adfærdskodekset på VP's hjemmeside.

Informationer om risici er også offentligt tilgængelige. Risici i forbindelse med clearing og afviklingen beskrives fx i clearingreglerne, hvoraf VP's regler for afvikling i tilfælde af konkurs, manglende dækning, etc. fremgår. Da VP ikke er eksponeret over for kredit- eller likviditetsrisici som følge af kreditgivning, er der ikke noget behov for at diskutere sådanne risici. Andre risici såsom operationelle risici behandles bl.a. i CPSS/IOSCO's disclosure framework.

Kilder

Den nævnte information kan findes på VP's hjemmeside, www.vp.dk. Det gælder også svarene til forskellige spørgeskemaer. VP's svar i forbindelse med CPSS/IOSCO's disclosure framework kan især fremhæves, da det indholdsmæssigt er stort set identisk med deres self-assessment.

3.18 ANBEFALING 18 – REGULERING, TILSYN OG OVERVÅGNING

Værdipapircentraler og –afviklingssystemer skal være genstand for gennemsigtig, konsistent og effektiv regulering, tilsyn og overvågning. I både national og international kontekst skal centralbanker og andre relevante myndigheder samarbejde omkring værdipapircentraler og de afviklingssystemer, som centralerne driver. Centralbanker og tilsynsførende myndigheder skal også sikre en konsistent implementering af anbefalingerne.

Vurdering

Observed.

Grundlaget for tilsynet og overvågningen med VP er klart, og det samme gælder rollefordelingen mellem de forskellige myndigheder. Myndighederne har samtidig de fornødne kompetencer til at føre effektivt tilsyn og overvågning.

Begrundelse

VP er underlagt både tilsyn og overvågning.¹ Finanstilsynet fører tilsyn med VP efter gældende lovgivning. Tilsynet omfatter også IT-området, jf. § 86 i værdipapirhandelsloven. Som beskrevet under anbefaling 1 udgør værdipapirhandelsloven og relaterede bekendtgørelser det væsentligste lovgrundlag for VP's virksomhed.

Nationalbankens ansvar for at overvåge systemisk vigtige betalingssystemer² fremgår også af værdipapirhandelsloven. VP er dog ikke et betalingssystem i lovens forstand, men Nationalbanken og VP har indgået et **Memorandum of Understanding**³, MoU, hvoraf Nationalbankens overvågningsforpligtelse i forhold til VP gøres klart. Overvågningsrollen fremgår også af bemærkningerne til værdipapirhandelsloven. Som et vilkår for at pengeafviklingen sker i Nationalbanken, er det også et krav, at VP opfylder de krav, som Nationalbanken måtte stille til clearing- og afviklingssystemet.

Arbejdsfordelingen mellem Finanstilsynet og Nationalbanken fremgår af det nævnte MoU, som er tilgængeligt på Nationalbankens hjemme-

¹ Hvor tilsyn fokuserer på det enkelte institut, har overvågning i højere grad fokus på systemer og deres rolle i økonomien.

² Udtrykket betalingssystemer dækker normalt over både betalings- og afviklingssystemer.

³ "Samarbejdsaftale mellem Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet vedr. betalingssystemer, clearingcentraler mv."

side. I dokumentet beskrives elementer af myndighedsrollen, fx sikring af at de omfattede betalings- og afviklingssystemer lever op til internationale standarder, samt samarbejdet mellem Finanstilsynet og Nationalbanken. Der er således klarhed omkring både indholdet og omfanget af overvågningsrollen. Samarbejdet mellem Finanstilsynet og Nationalbanken koordineres i 'Arbejdsgruppen vedr. finansiel infrastruktur', hvor tilsyn, overvågning og række andre spørgsmål relateret til den finansielle infrastruktur jævnligt diskuteres.

Lovgrundlaget giver Finanstilsynet og Nationalbanken de fornødne kompetencer til at gennemføre effektivt tilsyn og overvågning, og der har ikke været tilfælde, hvor det har været svært at skaffe relevante informationer fra VP's side.

Der samarbejdes også med andre myndigheder. Det er bl.a. tilfældet i overvågningen af VP's luxembourgske datterselskab, VP Lux, hvor Danmarks Nationalbank og Banque Centrale du Luxembourg har indgået et samarbejde.

Kilder

Rollefordelingen mellem Nationalbanken og Finanstilsynet i forhold til betalings- og afviklingssystemer fremgår af bilag 3 i det nævnte **Memo-randum of Understanding**.

3.19 ANBEFALING 19 – RISICI VED LINKS

Værdipapircentraler, der etablerer links, skal designe disse links således, at de effektivt reducerer risici forbundet med afvikling på tværs af systemer. De skal samtidig evaluere og reducere de potentielle risici, der er forbundet med sådanne links.

Vurdering

Observed.

VP's links til andre værdipapircentraler er bygget op efter samme model, dog med mindre forskelle links imellem, og denne model tager højde for de risici, der er forbundet med links. I VP's links forbliver samtlige udstedelser i udsteder-CSD'en, hvilket bidrager til at sikre udstedelsernes integritet. Afviklingsforløbet er samtidig indrettet således, at der kan foretages afvikling mellem VP og dets væsentligste linkpartnere inden for afviklingsdøgnet.

Begrundelse

VP indgår i links med en række værdipapircentraler, herunder Euroclear Bank, Clearstream Banking Luxembourg, Euroclear Sweden og en række andre værdipapircentraler gennem et samarbejde kaldet Link-Up Markets. Der er generelt tale om både DvP- og FoP-links, dog er VP's links til Euroclear Sweden og VBSI kun FOP-links. De væsentligste links er VP's link til de to internationale CSD'er, Euroclear Bank og Clearstream.

VP's links til andre værdipapircentraler er generelt opbygget efter samme model, om end der er mindre forskelle i strukturen af de forskellige links. VP's links følger de standarder for links, der er udarbejdet i ECSDA-regi¹. I et link taler man om, at der er en udsteder-CSD og en investor-CSD. For værdipapirer udstedt i Danmark er VP udsteder-CSD, mens fx Euroclear Bank er investor-CSD. Euroclear Bank har et samledepot i VP, hvori VP-udstedelser er placeret. Alle VP-udstedelser forbliver således i VP. De er ikke placeret i andre værdipapircentraler, og der er derfor ikke nogen særlige risici ved links i forhold til at sikre udstedelsers integritet.

Afvikling sker også i udsteder-CSD'en og er derfor underlagt lovgivningen i udsteder-CSD'ens land. Det bidrager til at mindske de juridiske risici ved links. Det betyder også, at der ikke er tvivl om endelighed i

¹ ECSDA er den fælleseuropæiske interesseorganisation for værdipapircentraler

afviklingen, da samme regler gælder for værdipapircentraler, som har depot i VP, som for andre deltagere.

Som en forudsætning for indgåelse af linkaftaler kræver VP, at deres linkpartnere er underlagt finansielt tilsyn. VP's interne revision undersøger også VP's links.

Indretning af afviklingsforløbet

VP's afviklingsforløb er i lighed med Clearstream Banking Luxembourgs placeret omkring afviklingsblokkene i Euroclear Bank. Således er to af afviklingsblokkene i Euroclear placeret imellem henholdsvis blok 10 og 20 og blok 20 og 30 i VP-afviklingen. Det sikrer, at deltagere kan foretage såkaldte back-to-back transaktioner inden for samme afviklingsdøgn.

Linket mellem Euroclear og VP er et envejslink, idet Euroclear har et depot i VP, men ikke omvendt. Det samme gælder for Clearstream, dog med den forskel, at Clearstreams depot varetages af et andet kontoførende institut.

Link-Up Markets

Link-Up Markets er bygget omkring en anderledes model end VP's andre links. Link-Up Markets benytter en såkaldt "converter", der gør, at de deltagende værdipapircentraler kan kommunikere sammen til trods for, at de benytter egne kommunikationsformater. For deltagerne betyder det, at de kan foretage deres dispositioner gennem deres lokale værdipapircentraler. Fx vil en dansk deltager i Link-Up Markets, der ejer tyske værdipapirer i Clearstream Banking Frankfurt, have papirerne placeret i et depot tilhørende deltageren i Clearstream Banking Frankfurt. Den danske deltager kan imidlertid styre ejerskabet af de tyske værdipapirer gennem dennes tilslutning til VP, fordi VP foretager en såkaldt teknisk udstedelse af de tyske værdipapirer i VP.

Kilder

Indretningen af links mellem værdipapircentraler er beskrevet i ECSDA-rapporten "Cross-Border Clearing and Settlement Through CSD-Links". I henhold til værdipapirhandelsloven § 63, skal Finanstilsynet godkende et link, hvor en udenlandsk clearingcentral foretager indrapportering til registrering i en værdipapircentral. Ligeledes kan en værdipapircentral efter Finanstilsynets godkendelse foretage registreringer i udlandscentraler.

4 Kilder

Aftale mellem VP og Danmarks Nationalbank (indeholdende vilkår for kontantafviklingen i Nationalbanken i forbindelse med VP's clearing og afvikling) samt bilag.

Andersen, Niels C. (2004). Clearing og afvikling i et retligt perspektiv, Danmarks Nationalbank, **Working papers**, nr. 20.

Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v., nr. 959, 11. august 2010 (værdipapirhandelsloven).

Bekendtgørelse om registrering mv. af fondsaktiver i en værdipapircentral, nr. 369, 14. maj 2009 (registreringsbekendtgørelsen).

Bekendtgørelse om systemrevisionens gennemførelse i fælles datacentre, nr. 1019, 24. oktober 2008 (systemrevisionsbekendtgørelsen).

CPSS/IOSCO (2011) **Principles for financial market infrastructures. Consultative report**, marts.

Danmarks Nationalbank (2005), **Betalingsformidling i Danmark**, juni.

Danmarks Nationalbank, **Dokumentationsgrundlag for pengepolitiske instrumenter og betalingsafvikling i DKK, EUR, SEK og ISK** (Nationalbankens kontobestemmelser), pr. 22. november 2010.

Danmarks Nationalbank (2007), **Finansiell Stabilitet 2007**, s. 53-66.

ECB (2010), **The Payment System**, september.

ECSDA (2006), **Cross-Border Clearing and Settlement Through CSD Links**, oktober.

ESCB/CESR (2009), **Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union**, maj.

Gürtler, Kirsten (2009), **Netting – udveksling af rettigheder og forpligtelser mellem to eller flere parter**, Danmarks Nationalbank, **Kvartalsoversigt**, 4. kvartal.

Korsgaard, Søren og Peter Restelli-Nielsen (2010), **Clearing via centrale modparter i Danmark**, Danmarks Nationalbank, **Kvartalsoversigt**, 3. kvartal.

Nielsen, Torben og Peter Restelli-Nielsen (2007), Analyse af fordele og ulemper ved indførslen af en central modpart i det danske værdipapirmarked, **Danmarks Nationalbank Working Papers**, nr. 49.

Poffet, Astrid Henneberg (2010), **Sikkerhedsstillelse i Nationalbanken**, Danmarks Nationalbank, **Kvartalsoversigt**, 2. kvartal.

Samarbejdsaftale (Memorandum of Understanding) mellem Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet.

VP (2011), **self-assessment**, VP-answer to key questions in Assessment methodology for ESCB-CESR "Recommendations for Securities Settlement System", januar.

VP, **Forretningsmæssige vejledninger**, pr. 22. november 2010.

VP, **Group Security Policy**.

VP, intern kvartalsvis rapportering til bestyrelsen (året 2010).

VP, **VP's clearingregler**, pr. 9. oktober 2009.

VP, resultater af simulationer foretaget i forbindelse med gennemgang af anbefaling 9.

VP, **Vedtægter for VP Securities A/S**, pr. 26. april 2010.

VP, **Årsrapport 2010**.