



Statens offentliga utredningar
1993:114
Finansdepartementet

Konto, clearing och avveckling

Betänkande av Clearingutredningen
Stockholm 1993

Ref KB Occ 500



Statens offentliga utredningar

1993:114

Finansdepartementet

Konto, clearing och avveckling

Betänkande av Clearingutredningen
Stockholm 1993

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes, Offentliga Publikationer, på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningskontor

Beställningsadress: Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Fax: 08-20 50 21
Telefon: 08-690 90 90

NORSTEDTS TRYCKERI AB
Stockholm 1994

ISBN 91-38-13516-7
ISSN 0375-250X

Till statsrådet

Genom beslut den 12 december 1991 bemyndigade regeringen statsrådet Bo Lundgren att förordna en särskild utredare med uppdrag att göra en översyn av clearing samt betalning och leverans på värdepappersmarknaden. Med stöd av bemyndigandet förordnades den 3 januari 1992 justitierådet Johan Munck som särskild utredare.

Att som experter biträda utredningen förordnades fr.o.m. den 24 februari 1992 chefsjuristen Åsa Breding, vice verkställande direktören Per-Jonas Carlsson, bankdirektören Björn Flismark, avdelningsdirektören Hans Isaksson, ekonomen Björn Järnhäll, verkställande direktören Matti Kinnunen, enhetschefen Bernt Magnusson, riksbanksdirektören Lars Nyström, fr.o.m. 25 augusti 1992 utredningschefen Leif Vindevåg och fr.o.m. 15 februari 1993 professor Johan A. Lybeck.

Att som sekreterare biträda utredningen förordnades fr.o.m. den 3 februari 1992 hovrättsassessorn Lars Afrell.

Utredningen har antagit namnet clearingutredningen.

Utredningen får härmed avlämna sitt betänkande Konto, clearing och avveckling. I arbetet med betänkandet har samtliga experter deltagit. Utredningens arbete är härmed avslutat.

Stockholm i december 1993

Johan Munck

/Lars Afrell

Innehåll

Förkortningar	9
Sammanfattning	11
Författningsförslag	23
1 Inledning	49
1.1 Utredningsuppdraget	49
1.2 Utredningsarbetet	51
1.3 Betänkandets disposition	52
2 Allmänt om clearing och avveckling	55
2.1 Inledning	55
2.1.1 Något om betalningssystemet	55
2.1.2 En värdepappersaffär, från avslut till likvid och leverans	56
2.1.3 Nuvarande reglering	60
2.2 Utvecklingen av kontosystem samt clearing och avveckling	61
2.3 Clearing på aktiemarknaden	67
2.3.1 Allmänt	67
2.3.2 Clearing och avveckling	69
2.3.3 VPC	71
2.3.4 VPC:s likvidhantering	72
2.4 Clearing på penning- och obligationsmarknaden	74
2.4.1 Allmänt	74
2.4.2 MVPS-systemet	80
2.4.3 VPC:s penningmarknadsfunktioner	81
2.4.4 SwedeSettle	84
2.5 Clearing av standardiserade derivatinstrument m.m.	88
2.5.1 OM	88
2.5.2 OM:s clearing och avveckling	90
2.6 Riksbanksclearingen	95
2.7 Gränsöverskridande handel och clearing	98
3 Internationella förhållanden	103
3.1 Inledning	103
3.2 Förhållandena i Norden	104
3.2.1 Danmark	104
3.2.2 Norge och Finland	111
3.2.3 Nordiskt samarbete	111

3.3 Förhållandena i några länder och regioner	113
3.3.1 USA	113
3.3.2 Storbritannien	123
3.3.3 Tyskland och Schweiz	130
3.3.4 Frankrike	131
3.3.5 Euroclear och Cedel	132
3.4 EG	135
3.5 Vissa internationella organisationer	140
3.5.1 Centralbankerna i G 10-länderna	140
3.5.2 Trettio-gruppen	145
3.5.3 OECD	147
3.5.4 FIBV	148
3.5.5 ISSA	150
3.6 Clearing vid OTC-handel och vid handel med valuta . .	151
3.6.1 Allmänt	151
3.6.2 OTC-handeln med derivatinstrument	152
3.6.3 Valutahandeln	154
4 Risker och riskhantering	157
4.1 Inledning	157
4.2 Risker vid clearing och avveckling	157
4.3 Åtgärder för riskbegränsning (riskhanteringssystem) . .	163
4.3.1 Allmänt om riskhanteringssystem	163
4.3.2 Leverans mot likvid	165
4.3.3 Krav på och övervakning av clearingmedlemmar .	167
4.3.4 Förkortning av avvecklingsperioden	171
4.3.5 Nettning	172
4.3.6 Central clearingorganisation	176
4.3.7 Säkerhetskrav	178
4.3.8 Överenskommelser om hanteringen av för- luster m.m.	181
5 Allmänna överväganden	183
5.1 Inledning	183
5.2 Betydelsen av en säker och effektiv clearing och avveckling	186
5.3 Generella krav på clearing och avveckling	188
5.4 Synpunkter på clearingverksamhet i Sverige	191
5.5 Ett eller flera kontosystem?	195
5.6 Allmänna krav på kontosystem	201
5.7 Statens roll i fråga om kontosystem	202
6 Det svenska kontosystemet - aktiekontolagen . . .	207
6.1 Aktiekontolagen	207
6.1.1 Inledning	207
6.1.2 Aktiekontolagen, en översiktlig genomgång . . .	208
6.2 Överväganden angående aktiekontolagen	214
6.2.1 Vilka finansiella instrument skall kunna registreras?	214
6.2.2 Skall dokument för registrerade instrument kunna	

utges i vissa fall?	217
6.2.3 Gränsöverskridande kontoföring	220
6.2.4 Förvaltare och förvaltarregistrering	221
6.2.5 Insyn i skuldboken	224
6.2.6 Underrättelse till kontoinnehavare m.m.	225
6.2.7 Aktiekontonämnden	227
6.2.8 Ersättning för skador	228
6.2.9 Aktielån	234
6.2.10 Vissa övriga frågor	236
7 Clearingorganisationer m.m.	239
7.1 Inledning	239
7.2 Clearingorganisationer	241
7.2.1 Finansiella resurser	241
7.2.2 Säkerhet i verksamheten	243
7.2.3 Sidoverksamhet för clearingorganisation	247
7.3 Clearingmedlemmarna	251
7.4 Tillsyn	256
7.5 Nettning	257
7.6 Vissa frågor om legal panträtt	263
7.6.1 Inledning	263
7.6.2 Kommissionspant i finansiella instrument	264
7.6.3 S.k. förvärvspant vid clearing och avveckling	267
8 Andelar i värdepappersfonder	271
8.1 Gällande ordning i korthet	271
8.2 Tidigare framförda förslag till ändringar	272
8.3 Utredningens övervägande	273
8.3.1 Sakrättsliga aspekter på fondandelar	273
8.3.2 Behovet av ändringar i lagen om värdepappersfonder	276
9 Författningsförslag med specialmotivering	279
9.1 Förslaget till lag om ändring i aktiekontolagen (1989:827)	279
9.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet	293
9.3 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder	304
9.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:325) om självdeklaration och kontrolluppgifter	306
9.5 Förslaget till lag om ändring i lagen (1983:890) om allmannssparande	307
9.6 Förslaget till lag om ändring i lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen	308
9.7 Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1386)	308
9.8 Förslaget till lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)	309
9.9 Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)	310
9.10 Förslaget till lag om ändring i lagen (1914:45) om	

kommission	310
10 Genomförande och kostnadskonsekvenser	313

Bilagor

1. Kommittédirektiv	315
2. PM om PenningmarknadsCentralen PmC AB:s riskhanterings-system	325
3. Sammanfattning av de synpunkter på aktiekontolagen som framkom i samband med Justitiedepartementets hearing i januari 1992.	345
4. Några använda begrepp	357
5. Referenser	373

Förkortningar

AKL	Aktiekontolagen (1989:827)
ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
BFFS	Bankinspektionens och Försäkringsinspektionens författningssamling
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CGO	Central Gilts Office
CHAPS	Clearing House Automated Payments System
CMO	Central Money Markets Office
DVP	Delivery Versus Payment (leverans mot betalning/likvid)
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EG	Europeiska gemenskaperna
FI	Finansinspektionen
FIBV	the Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (Internationella börsfederationen)
FFFS	Finansinspektionens Författningssamling
GAO	General Accounting Office
G 10-länderna	Group of Ten countries
ISDA	International Swap Dealers Association Inc.
ISSA	International Society of Securities Administrators
KI	Kontoförande institut enligt aktiekontolagen
OECD	Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling
OM	OM Stockholm AB
OTC-handel	Handel som sker direkt mellan två aktörer, jfr handel på en börs eller annan marknadsplats (Over the Counter)
PmC	PenningmarknadsCentralen PmC Aktiebolag
PMI	Penningmarknadsinformation PMI AB
PMX	PMI:s börs
SAX	Stockholm Automated Exchange (Fondbörsens handels-system)
SEC	Securities and Exchange Commission
SIB	Securities and Investment Board
SOX	Stockholms Obligationsbörs SOX
VP	Värdipapircentralen
VPC	Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag
VP-loven	Lov om en värdipapircentral

Det kan nämnas att flera av ovan nämnda förkortningar ofta utnyttjas i förening med ordet system. Exempelvis kallas Stockholms fondbörs

handelssystem för SAX-systemet och PMI:s informationssystem PMI-systemet. Så sker också i betänkandet.

Sammanfattning

Bakgrund

Efter bemyndigande från regeringen förordnade statsrådet Bo Lundgren i januari 1992 justitierådet Johan Munck som särskild utredare med uppdrag att göra en översyn av clearing samt betalning och leverans på värdepappersmarknaden. Experter från värdepappersmarknaden har biträtt utredningen som har antagit namnet clearingutredningen.

Bakgrunden till utredningens tillkomst var att de avslutande funktionerna vid handel på värdepappersmarknaden, clearing och avveckling, inte hade varit föremål för någon samlad översyn. I utredningens uppdrag har ingått att kartlägga vilka former av clearing och avveckling som för närvarande bedrivs i Sverige och även att studera utländska sådana samt att överväga vilket eller vilka system som förmår att hantera riskerna inom clearing och avveckling på ett säkert och effektivt sätt. I uppdraget har också ingått att göra en översyn av gällande lagar och regler för clearing och avveckling samt därvid överväga om behov föreligger av en enhetlig och generell lagstiftning. Utredningens uppdrag har även omfattat aktiekontolagens regler för kontoföring av aktier och andra fondpapper.

I direktiven betonades att det var viktigt att de svenska reglerna för clearing och avveckling samt kontobaserade system blir internationellt anpassade och att de överensstämmer med internationell praxis och internationella rekommendationer.

För de finansiella marknaderna har de senaste årtiondena inneburit en period av enorma förändringar världen över. Välkända kännetecken för denna utveckling är internationaliseringen och avregleringen av de finansiella marknaderna och den tekniska utvecklingen, t.ex. av data- och kommunikationssystem. Information om de finansiella marknaderna sprids numera ögonblickligen till mottagare världen över. Den ständiga strömmen av nya instrument är ett annat kännetecken. Viktiga förändringar har också skett av handelstekniken och nya aktörer har tillkommit — t.ex. institutionella investerare — på marknader som under lång tid varit förbehållna banker och värdepappersbolag. En väsentlig utvecklingstendens, inte minst från clearing- och avvecklingssynpunkt, är att kopplingarna mellan marknaderna har blivit starkare och även att gränserna mellan marknaderna har blivit mindre skarpa än tidigare. Många aktörer är också aktiva på skilda marknader både inom landet och utomlands.

Den nu i all korthet beskrivna utvecklingen har åtföljs av en påtaglig ökning av omsättningen på dessa marknader och värdet av de tillgångar som omsätts.

De nu berörda faktorerna och de förändringar som dessa medfört har tillsammans med vissa händelser, bl.a. det kraftiga börsfallet världen över i oktober 1987, kommit att påverka förutsättningarna för clearing och avveckling. Man kan något förenklat säga att utvecklingen medfört att clearing- och avvecklingsverksamhet, från att ha varit en föga uppmärksammas verksamhet för vissa specialiserade organisationer och back-office inom banker och värdepappersbolag, har kommit att stå i fokus för diskussionerna om nödvändiga förändringar på de finansiella marknaderna. Detta hänger samman med insikten om att det är i detta led de allvarligaste kvarstående riskerna vid värdepappershandel förekommer och med den ökade riskmedvetenhet som utvecklingen fört med sig.

En av de risker som föreligger på de finansiella marknaderna är att en störning, t.ex. en deltagares bristande förmåga att fullfölja gjorda åtaganden att leverera eller betala, sprider sig till övriga deltagare i clearingverksamhet och till andra marknader (s.k. dominoeffekt). I värsta fall kan en sådan störning hota hela det finansiella systemets stabilitet. Denna risk brukar kallas systemrisk.

Clearing och avveckling i Sverige och i andra länder

Utredningen har gjort en relativt utförlig kartläggning av clearing- och avvecklingssystemen i Sverige och riskhanteringen i dessa system. Därvid har särskilt vikt lagts på hur clearing och avveckling går till på aktie- och penningmarknaden.

Utredningen har också studerat hur clearing och avveckling går till i några av de viktigaste länderna och regionerna. Förhållandena i Danmark, Storbritannien och USA har bedömts vara av särskilt intresse.

Även EG:s regler och rekommendationer av betydelse för clearing och avveckling har studerats. Därvid konstaterar utredningen att de båda nyligen antagna direktiven om investeringstjänster och kapitalkrav med all sannolikhet kommer att få stor betydelse för den framtida handeln med värdepapper inom EES och också påverka regleringen av clearingverksamhet i Sverige. I direktiven regleras nämligen rätten tillträde till clearing- och avvecklingssystem och de krav som kan ställas på en aktör för att denne skall få tillgång till ett sådant system.

Utredningen behandlar också det arbete som utförts beträffande clearing och avveckling av andra internationella organisationer, bl.a. Trettiogruppen och centralbankerna inom G 10-länderna. Dessutom tar utredningen upp den diskussion som för närvarande förs om riskerna vid valutahandeln och OTC-handeln med derivatinstrument. På nämnda marknader omsätts världen över mycket stora belopp. En uppskattning är att den dagliga omsättningen på spotmarknaden för valuta ligger runt 1 000 miljarder USD och det har beräknats att vid utgången av år 1991 det nominella värdet på utestående derivatinstrument som handlas OTC var

nästan 4 500 miljarder USD. Om även sådana derivatinstrument som handlas på börs medräknas uppgick det sammanlagda beloppet till knappt 8 000 miljarder USD. För aktiemarknaden och obligationsmarknaden var motsvarande belopp vid samma tidpunkt 10 000 resp. 15 000 miljarder USD.

Utredningen behandlar relativt utförligt de olika riskerna vid clearing och avveckling samt redovisar åtgärder som kan vidtas för riskbegränsning. Bland åtgärderna kan nämnas följande; system som garanterar leverans mot likvid, krav på clearingorganisationers och clearingmedlemmars finansiella och operationella styrka, övervakning av medlemmarnas positioner i handeln, förkortning av avvecklingstiden, dvs. tiden mellan avslut och avveckling, väl fungerande system för s.k. nettning (se om denna term i det följande) och krav på säkerheter för gjorda åtaganden.

Allmänna överväganden

För att värdepappersmarknaden skall kunna fullgöra sin uppgift på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt och tillgodose kravet på att marknaden har allmänhetens och aktörernas förtroende krävs säkra och effektiva clearing- och avvecklingssystem. Sådana system skall på ett godtagbart sätt kunna hantera riskerna vid clearing och avveckling såsom kredit- och likviditetsrisker samt operationella risker. Därtill kommer att clearing och avveckling på värdepappersmarknaden skall ske på ett sådant sätt att en eventuell kris kan hanteras inom systemet för clearing och avveckling och att risken för att en sådan kris sprider sig till hela det finansiella systemet kan minimeras.

Enligt utredningens mening talar den centrala ställning clearing och avveckling intar på värdepappersmarknaden för att vissa grundläggande verksamhetsregler bör uppställas i lagstiftningen. Detta är så mycket mera motiverat som det är i detta led de mest betydande riskerna för det finansiella systemet vid handel på värdepappersmarknaden föreligger. Dessa grundläggande verksamhetsregler bör innehålla incitament till en säker och effektiv clearing och avveckling.

En offentlig reglering kan emellertid inte ersätta marknads egna rutiner och regler för en säker och effektiv clearing och avveckling. Av avgörande vikt för säkerheten vid clearing och avveckling är institutens egna system för hanteringen av riskerna vid clearing och avveckling. Sådana system måste kunna hantera riskerna på ett tillfredsställande och ansvarfullt sätt. Det är därför av väsentlig vikt att clearingorganisationer och clearingmedlemmar avsätter resurser för att fortlöpande analysera och förbättra sina riskhanteringssystem.

Vilka krav kan då ställas på ett clearing- och avvecklingssystem. Enligt utredningens mening kan Trettio-gruppens rekommendationer i väsentliga hänseende fungera som riktmärke för hur clearing och avveckling bör fungera.

1. Matchningen av affärer mellan direkta marknadsaktörer (t.ex. börsmedlemmar) skall ske senast dagen efter avslutsdagen.

2. Indirekta marknadsaktörer (t.ex. institutionella placerare) skall vara medlemmar i ett matchningssystem som ger positiv bekräftelse av avslutsvillkoren.
3. Varje land skall ha en effektiv och helt utvecklad central värdepappersförvarare (CSD), organiserad och ledd för att uppmuntra bredast möjliga anslutning (direkt eller indirekt).
4. Varje land skall undersöka sin marknadsvolym och deltagande för att utröna om ett nettningsystem skulle vara fördelaktigt med hänsyn till riskreduceringen och för att öka effektiviteten. Om ett nettnings-system är lämpligt skall det införas.
5. Leverans mot betalning (Delivery versus Payment, DVP) skall vara infört som metod för avveckling av värdepappersaffärer.
6. Betalningar vid avveckling av värdepapper och förvaltningen av värdepappersförföljer skall vara likartad för alla instrument och alla marknader genom tillämpning av konventionen om att mottagna medel skall kunna disponeras samma dag (same day fund).
7. Ett rullande avvecklingssystem skall införas på alla marknader. Slutlig betalning skall ske senast tre dagar efter affärsdagen.
8. Värdepapperslån skall stödjas som metod att underlätta avvecklingen av leveransförpliktelserna vid värdepappersaffärer. Existerande juridiska eller skattemässiga hinder som förhindrar värdepapperslån skall tas bort.
9. Varje land skall införa den standard för värdepappersmeddelande som har utvecklats av den Internationella Standardiseringskommissionen.

Beträffande VPC:s nya system för penningmarknaden anser utredningen att det är en betydande fördel, som helt motsvarar internationella rekommendationer (t.ex. Trettio-gruppens rekommendation nr 3) och den moderna värdepappersmarknadens krav, att nu även obligationer och andra instrument på penningmarknaden kan bli dematerialiserade i ett kontosystem. För att riskhanteringen skall förbättras är det enligt utredningen en naturlig vidareutveckling av VPC:s system att deltagarna på penningmarknaden i en eller annan form tar ett mera juridiskt förpliktande ansvar för avvecklingen och riskhanteringen samt att ansvarsfördelningen på ett tydligt sätt läggs fast.

Utredningen anser vidare att det är en fördel om VPC redan i nuvarande läge erhåller kapitaltillskott och att garantierna från deltagarna ökas reellt. Som strax berörs närmare föreslår utredningen att staten på sikt lämnar ägarrollen i VPC. Om ägandet därvid sprids mellan deltagarna och emittenterna i systemet skulle detta innebära att de aktörer som är aktiva i VP-systemet också får det direkta ansvaret för systemet.

VPC har för närvarande ensamrätt när det gäller konförföring av dematerialiserade finansiella instrument. Utredningen förordar att legalmonopolet avskaffas och att det i aktiekontolagen tas in en särskild regel som ger regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer möjlighet att göra aktiekontolagens bestämmelser om VPC tillämpliga även på andra företag. Genomförs en lagändring av angivet slag kommer det att stå öppet för ett företag som har de erforderliga förutsättningarna att med tillämpning av aktiekontolagen starta ny verksamhet exempelvis vad avser penningmarknadsinstrument eller OTC-aktier.

För andra företag än VPC som vill svara för kontobaserade system på värdepappersmarknaden bör i princip samma krav gälla som de som enligt statsmakternas beslut ställs på VPC.

I ett särskilt avsnitt diskuterar utredningen frågan om statens ägarroll i kontosystem bl.a. mot bakgrund av 1992 års riksdagsbeslut om privatisering av statligt ägda företag. Något hinder föreligger inte mot att staten åtminstone på någon sikt avyttrar sitt aktieinnehav i VPC, trots att inte de förutsättningar gäller som anges i detta riksdagsbeslut. Om staten väljer att behålla ett ägarinflytande anser utredningen det naturligt att staten låter sig företrädas av Riksgäldskontoret.

Aktiekontolagen

Ovan har berörts det förslag utredningen lämnar om att avskaffa legalmonopolet för VPC och öppna möjlighet till för andra företag än VPC att registrera finansiella instrument enligt aktiekontolagen. I det följande behandlas en rad andra ändringar i aktiekontolagen som utredningen föreslår.

I aktiekontolagen anges uttryckligen vilka finansiella instrument VPC får registrera med sådana rättsverkningar som följer av lagen. Erfarenheterna från den tid det kontobaserade systemet varit i bruk pekar på behovet av en utvidgning som inte begränsas till vissa särskilt uppräknade slag utan får en mer generell och flexibel utformning. Utredningen föreslår därför att möjlighet ges att enligt aktiekontolagens regler registrera alla svenska finansiella instrument som är föremål för handel på värdepappersmarknaden och även utländska finansiella instrument som är föremål för handel i Sverige.

För att förenkla gränsöverskridande handel och förbättra säkerheten och effektiviteten vid sådan handel bör enligt internationella rekommendationer samarbete äga rum mellan olika länders kontosystem (värdepappersförvarare). Vikten av att lagstiftningen medger sådant samarbete har också betonats i en rapport om nordiskt börssamarbete. Därtill kommer utvecklingen av den inre marknaden i vilken ett värdepappersinstitut skall få rätt att med stöd av hemlandsauktorisering utan diskriminering utföra investeringstjänster i övriga medlemsländer via filial eller genom gränsöverskridande verksamhet och även ha rätt till tillträde till clearing- och avvecklingssystem som sköter denna verksamhet åt den aktuella marknadsplatsen. Med hänsyn härtill förordar utredningen att aktiekontolagen kompletteras på sådant sätt att det uttryckligen framgår att en generell möjlighet för utländska företag — exempelvis värdepappersförvarare och värdepappersinstitut — att bli kontoförande institut föreligger.

Utredningen föreslår vidare att reglerna om utländsk förvaltare förenklas. Beträffande aktier bör endast ett tillstånd krävas och då lämpligen för den utländske förvaltaren. Därutöver anser utredningen att något regelverk för förvaltarregistrering av andra finansiella instrument, tex. obligationer, inte bör tillskapas.

I linje med vad som gällde enligt den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton föreslår utredningen att en emittents rätt till insyn i skuldboken enligt aktiekontolagen begränsas. Endast för det fall en emittent behöver uppgifter för betalningar till borgenärerna bör denne kunna erhålla uppgifter om borgenärerna eller de förvaltare som förvaltar aktuell skuldförbindelse. Därtill kommer att en emittent som lämnar det kontobaserade systemet behöver uppgifter om vilka som är borgenärer.

Utredningen tar också upp aktiekontolagens regler om ersättning för skador samt därutöver en rad andra smärre frågor rörande aktiekontolagens utformning som aktualiserats vid översynen.

Clearing och avveckling

För närvarande omfattar bestämmelserna i lagen om börs- och clearingverksamhet endast sådan clearing och avveckling som består i att yrkesmässigt träda in som part i options- eller terminsavtal eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs. I Sverige är det i dag bara OM som bedriver clearingverksamhet av detta slag. Med hänsyn till den betydelse en säker och effektiv clearing och avveckling har för värdepappersmarknaden och även för det finansiella systemet anser utredningen att sådan clearingverksamhet som på ett eller annat sätt innehåller väsentliga risker bör vara föremål för reglering och tillsyn.

Utredningen föreslår en utvidgning av begreppet clearingverksamhet och att ett nytt begrepp, avvecklingsverksamhet, skall införas i lagen samt att clearing- och avvecklingsverksamhet inte skall få bedrivas utan tillstånd. Eftersom det finns starka kopplingar mellan valuta- och värdepappersmarknaderna och en clearingverksamhet avseende valuta har väsentliga likheter med en motsvarande verksamhet beträffande finansiella instrument, t.ex. beträffande riskerna, föreslår utredningen att även clearing och avveckling av valutaaffärer skall vara underkastad ett tillståndskrav.

Clearingverksamhet definieras som en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar utjämna förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra eller i att genom inträdande som part eller på annat sätt garantera sådana förpliktelser. Avvecklingsverksamhet utgör enligt utredningens definition en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar sörja för att förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra avvecklas genom överförande av likvid eller instrument.

Dessa nya definitioner medför att VPC:s verksamhet i denna del blir tillståndspliktig och även att SwedeSettles planerade verksamhet kommer att omfattas av tillståndskravet.

Clearingorganisationer

Förutom att en clearingorganisation måste ha viss finansiell styrka är det väsentligt att en sådan organisation tillgodoser kraven på säkerhet i vid mening. I detta krav ligger att clearingorganisationen skall uppfylla högt ställda krav vad avser organisation och riskhanteringssystem samt säkra tekniska system. Vidare skall verksamheten vila på en stabil juridisk grund. Utredningen anser att kravet på säkerhet i verksamheten är så väsentligt att det bör nämnas särskilt i lagen.

Enligt utredningens mening utgör en noggrann och ingående riskanalys av den planerade verksamheten en första förutsättning för en clearingorganisations verksamhet. Denna analys bör inte vara begränsad till att avse de risker som organisationen själv ikläder sig utan också ta sikte på de risker som är förenade med systemet som sådant för parterna och därmed för marknaden och betalningssystemet. En sådan riskanalys utgör i sin tur grunden för den beskrivning av hur dessa risker skall hanteras — riskhanteringsplan — som varje clearingorganisation bör upprätta.

Vilka krav kan då ställas upp för en clearingorganisations riskhanteringssystem? För hanteringen av riskerna är det enligt utredningen väsentligt att en clearingorganisation har finansiell och operationell integritet. Vidare anser utredningen att följande krav som uppställts i studien *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets* kan fungera som riktmärke. Ett riskhanteringssystem skall dels begränsa kreditförluster och likviditetsproblem vid en clearingmedlems fallissemang, dels trygga att avvecklingen kan ske på utsatt tid och eventuella förluster kan täckas av övriga, dels trygga den operationella tillförlitligheten av hårdvara, mjukvara och kommunikationssystem som är nödvändiga för clearingorganisationens fullgörande av avvecklingen.

Liksom de finansiella resurserna bör riskanalysen, riskhanteringsplanen och organisationsplanen hos en clearingorganisation vara föremål för återkommande granskning allteftersom verksamheten ökar eller minskar i volym eller förhållandena ändras i övrigt.

I riskhanteringsplanen bör det vara klart och tydligt fastlagt hur ansvaret för riskhanteringen i institutet är fördelat. Det bör också vara bestämt vilka befogenheter den ansvariga enheten har och vem eller vilka av befattningshavarna i ett institut som i en krissituation har ansvaret för att nödvändiga åtgärder vidtas. Vid bedömningen av hur dessa frågor skall lösas är det lämpligt att det också prövas om den enhet som har ansvaret för riskhantering bör vara åtskild från affärsenheterna.

Riskhanteringsplanen och ansvaret för hanteringen av riskerna vid clearing- och avvecklingsverksamhet är av väsentlig betydelse för clearingorganisationer, värdepappersbolag, banker och andra företag på de finansiella marknaderna. Enligt utredningens uppfattning är det därför av vikt att ledningen i sådana institut är väl medveten om vilka risker som föreligger vid clearing- och avvecklingsverksamhet och hur dessa risker skall hanteras. Beslut rörande riskhanteringsplanen och ansvaret för riskhanteringen bör därför fattas av institutens styrelse, åtminstone när det gäller grundläggande frågor. Dessa beslut bör dessutom vara föremål

för en regelbundet återkommande prövning av institutens styrelse och verkställande ledning.

Utredningen anser att en clearingorganisation utöver clearingverksamhet i företaget skall få bedriva endast sådan verksamhet som har nära samband med den, exempelvis s.k. förvaringstjänster. Dessutom får en clearingorganisation, efter särskilt tillstånd från Finansinspektionen, i syfte att underlätta clearingverksamheten förmedla försträckning av finansiella instrument (värdepapperslån) eller lämna kredit mot säkerhet. Däremot anser inte utredningen att en clearingorganisation skall få bedriva förvaltningstjänster. De risker sådana tjänster kan vara förenade med bör nämligen inte träffa en clearingorganisation. Därtill kommer att en clearingorganisations integritet i sådant fall skulle kunna ifrågasättas.

Clearingmedlem

Även de institut som deltar i clearingen måste ha viss finansiell styrka. Det är också av vikt att en clearingmedlem har en ändamålsenlig organisation av sin verksamhet, exempelvis vad gäller back-officeverksamhet. För att en clearingmedlem skall kunna uppfylla sina åtaganden och även ha nödvändig framförhållning erfordras att medlemmen har system som medger kontinuerlig övervakning av aktuella positioner och exponering i handeln med finansiella instrument. Vidare uppställs krav på att clearingmedlemmen skall ha väl genomtänkta och dokumenterade riskhanteringsrutiner för att förebygga eventuella problem vid clearing och avveckling. Medlemmen skall även ha säkra tekniska system såsom data- och kommunikationssystem. Enligt utredningens förslag bör lämplighetskravet i lagen om börs- och clearingverksamhet specificeras på så sätt att nu behandlade krav lagfästs.

Utredningen betonar vidare vikten av övervakningen av clearingmedlemmar och ansvaret för övervakningen. Denna övervakning bör omfatta bl.a. clearingmedlemmens finansiella styrka, organisation av verksamheten, exponering i handeln, riskhanteringsrutiner och tekniska system. Vid clearing och avveckling bör samtliga intressenter ha incitament att fortlöpande bevaka såväl motparter som clearingorganisationer. Vidare måste självfallet clearingorganisationerna själva kontinuerligt övervaka sina medlemmar i nu aktuella hänseenden. Slutligen har med hänsyn till den centrala roll clearing och avveckling intar på värdepappersmarknaden självfallet de övervakande myndigheterna skäl att noga bevaka hanteringen av clearing- och avvecklingsfrågor.

För att säkerheten vid clearing och avveckling skall förbättras föreslår utredningen en delvis ny form av legal panträtt. Enligt denna har en clearingorganisation eller en clearingmedlem, som i enlighet med de för clearing och avveckling gällande reglerna åtagit sig betalningsskyldighet för annans förvärv av finansiella instrument, till säkerhet för sin återgångsfordran gentemot förvärvaren panträtt i instrumenten under förutsättning att organisationen har besittning till dessa. Sådan panträtt kan även tillkomma clearingorganisationen eller clearingmedlem till

säkerhet för fordran som uppkommit på grund av att clearingorganisationen eller clearingmedlem har försträckt överlåtarens av finansiella instrument likvida medel. I fråga om rättighet som registreras enligt aktiekontolagen krävs i stället att panträtten registreras enligt denna lag. Sådan registrering krävs dock inte i fråga om rättigheter som är förvaltarregistrerade.

Utredningen påpekar särskilt att tillsynens av clearingverksamhet blir en grannliga uppgift i synnerhet när det gäller bedömningen av förekommande riskhanteringssystem, eftersom detta är ett område där olika uppfattningar ofta gör sig gällande. Det är därför viktigt för en säker och effektiv clearing och avveckling att Finansinspektionen har de nödvändiga resurserna för den erforderliga tillsynen.

Nettning

Nettning innebär utjämning av leverans- och betalningsförpliktelser antingen mellan två parter (bilateral nettning) eller mellan flera parter (multilateral nettning). Det bör anmärkas att någon skarp gräns mellan nettning och clearing inte finns — i grunden är det fråga om samma och liknande förfaranden. Enligt utredningens mening behöver nettning inte införas som en ny term i lagstiftningen.

För närvarande är nettning ett mycket omdiskuterat ämne och betydelsen av väl fungerande nettningssystem för säkerheten i handeln på de finansiella marknaderna har bl.a. framhållits av företrädare för centralbankerna i G 10-länderna. Baselkommittén för banktillsyn har 1993 skickat ut ett förslag om tillägg till Baselöverenskommelsens regler om kapitaltäckning. I detta tillägg föreslås bl.a. att bilateral nettning i större utsträckning skall tillåtas i kapitaltäckningssammanhang. Ett av huvudkraven för nettning enligt de s.k. Lamfalussykriterierna är att nettningssystem skall ha en välgrundad legal bas under alla jurisdiktioner. Flera länder, bl.a. USA, har lagstiftningsvägen sökt undanröja eventuell osäkerhet om hållbarheten av avtal om nettning.

Vilka är då fördelarna med nettning?

- Genom att reducera antalet avslut som slutligt går till avveckling kan nettning minska de operationella påfrestningarna vid avvecklingen och på clearingsystem samt kostnaderna vid clearing och avveckling.
- Nettning kan reducera värdet på betalningsöverföringarna som skall ske vilket minskar likviditetskraven och riskerna för betalningsförseningar.
- Ett nettningssystem kan också reducera problemen med timingen av in- och utflöden av finansiella instrument och likvider, vilket kan minska riskerna vid avvecklingen.
- Nettning kan reducera motpartsexponeringen och därmed minska kapitalrisken och ersättningskostnadsrisken.

- Slutligen kan nettning i vissa fall reducera kraven på kapitaltäckning för deltagarna i ett nettningssystem som tillsynsmyndigheterna har accepterat.

Det är särskilt två problem som kommer i förgrund när riskerna med nettning har diskuterats. Det första är hur hållbar en överenskommelse om nettning är om en nettningsslagare går i konkurs och vilka konsekvenser konkursen i så fall får för de andra nettningsslagarna och för de affärer som är föremål för avtalet om nettning. Kan en konkursförvaltare fritt välja vilka affärer denne vill fullfölja resp. avstå ifrån (s.k. cherry-picking) och hur påverkas framtida utfallande förpliktelser som omfattas av avtalet om nettning, t.ex. termins- och optionsaffärer? Det andra problemet är hur en fallerande nettningsslagares affärer skall hanteras i ett system med multilateral nettning. För det fall en partiell eller total backning måste ske anses ett sådant förfarande kunna utgöra källa till risk för hela det finansiella systemet.

Mot bakgrund av den betydelse väl fungerande nettningssystem kan ha för de finansiella marknaderna och i synnerhet för en säker och effektiv avveckling av affärer på dessa marknader har utredningen granskat nettningsoverenskommelsers giltighet enligt svensk rätt. Utredningen kan för sin del inte se att några problem föreligger i detta avseende annat än möjligen just beträffande den fråga som enligt det nyss anförda uppmärksammas även internationellt, nämligen för det fall en nettningsslagare gått i konkurs, konkursboets ställning i fråga om skyldigheten att fullgöra framtida förpliktelser.

Ett konkursbo har inte någon skyldighet och normalt inte heller någon möjlighet att fullgöra samtliga gäldenärens åtaganden. Detta betyder emellertid inte att konkursboet saknar rätt att inträda i ett avtal genom att överta konkursgäldenärens rättigheter och förpliktelser. I 63 § första stycket köplagen föreskrivs uttryckligen att konkursboet har en sådan inträdesrätt, låt vara att boet om det begärs är skyldigt att ge besked inom skälig tid och även att ställa säkerhet.

Mot bakgrund av den princip som sålunda gäller i fråga om konkursboets inträdesrätt riskerar övriga deltagare i clearingens att konkursförvaltaren för att ta tillvara borgenärernas intressen väljer att slutföra de affärer som han bedömer lända boet till fördel men annullerar de övriga. För de övriga deltagarna i clearingförfarandet och för systemet som sådant kan härigenom mycket svårlösta situationer uppstå. För att problem av detta slag skall motverkas är det särskilt i internationella standardavtal vanligt att man i en eller annan form tar in en klausul som innebär att ingen deltagares konkursbo skall ha rätt att delta i förfarandet, dvs. att slutavräkning gentemot konkursboet/konkursgäldenären skall ske per konkursdagen eller föregående dag (s.k. Close-out Agreement).

Frågan om en sådan överenskommelse är giltig enligt svensk rätt är svårbedömd. Överenskommelser av detta slag förekommer i praktiken i många olika sammanhang, inte bara när det gäller köp utan också i leasing- och entreprenadförhållanden. Enligt utredningens mening talar beaktansvärda skäl till förmån för uppfattningen att ett avtal av ifrågasatt konstruktion normalt är bindande för konkursboet. Frågan är

emellertid så pass svårbedömd att det är omöjligt att generellt sett hävda att den ena eller andra meningen måste vara den enda riktiga; möjligen kan olika lösningar tänkas vara tillämpliga på skilda typer av avtal. I clearingssammanhang är skälen för att avtal av nu avsett slag skall anses gälla mot konkursboet särskilt starka med hänsyn till att det i praktiken är fråga om avtalskomplex från vilket partiellt utträde inte rimligen bör få vara möjligt. Även om utredningen alltså hyser uppfattningen att avtal av ifrågavarande slag enligt gällande rätt kan förutsättas vara bindande för konkursboet, är det uppenbart att man från svensk sida inte minst i internationella förhållanden måste ha en alldeles säker uppfattning i frågan. I avsaknad av något vägledande rättsfall från Högsta domstolen kan en sådan säkerhet inte åstadkommas utan lagstiftning.

Utredningen föreslår på grund av det anförda en regel av det innehållet att ett förbehåll i en clearingöverenskommelse om att en clearingmedlems eller clearingorganisationens konkursbo inte skall få delta i fortsatt utjämning av förpliktelser gäller mot konkursboet. Innebörden av den förordade regeln är att, om ett avtal av nämnt slag föreligger, konkursboet inte får delta i clearingverksamheten eller att avräkning av utestående förpliktelser skall ske.

Den fråga som nu har behandlats har i princip samma betydelse när det är fråga om bilaterala nettningsoverenskommelser som träffas utan medverkan av någon clearingorganisation. Då föreligger med utredningens definition inte någon clearingverksamhet. Även i dessa fall föreligger emellertid en betydande osäkerhet om giltigheten av en close out-överenskommelse. Utredningen anser övervägande skäl tala för att även denna fråga blir föremål för reglering och kan inte se några avgörande hinder mot att det sker i samma bestämmelse. Lösningen bör givetvis vara densamma som när avtalet träffats under medverkan av en clearingorganisation.

De s.k. Lamfalussykriterierna kan utgöra referensram för bedömning av clearing- och avvecklingssystem i de fall sådana system tillämpar nettning av betalningsförpliktelserna eller leveransförpliktelserna eller av bådadera. Det bör anmärkas att kriterierna enligt upphovsmännen är minimikrav. Kriterierna är följande.

1. Nettningssystem skall ha en välgrundad legal bas under alla aktuella jurisdiktioner.
2. Deltagarna i ett nettningssystem skall vara väl införstådda med effekten av ett visst nettningssystem på var och en av de finansiella risker som påverkas av nettningssystemet.
3. Multilaterala nettningssystem skall ha klart definierade procedurer för hanteringen av kredit- och likviditetsrisker vilka anger hur ansvaret är fördelat mellan den som tillhandahåller nettningssystemet och deltagarna. Dessa procedurer skall också säkerställa att samtliga parter har både incitament och kapacitet för att hantera och behärska varje risk de bär och att maximilimiterna finns för varje deltagares kreditexponering.
4. Multilaterala nettningssystem skall som ett minimikrav säkerställa att den dagliga avvecklingen kan genomföras på utsatt tid även om

nettningsdeltagaren med den största nettoskuldpositionen inte kan fullfölja sina åtaganden.

5. Multilaterala nettningssystem skall ha objektiva och offentliggjorda kriterier för anslutning till systemet som medger tillgång utan diskriminering.

6. Alla nettningssystem skall säkerställa de tekniska systemens operationella tillförlitlighet och tillgången till backup-faciliteter med kapacitet att klara av den dagliga processen.

Värdepappersfonder

Utredningen föreslår att utrymme skapas för fondbolagen att tillämpa aktiekontolagens regelsystem. Detta kan ske genom att VPC eller eventuellt annat utomstående organ som har fått tillstånd anlitas för ändamålet. Med det finns också möjlighet för såväl förvaringsinstitut som fondbolag att utverka tillstånd att registrera fondandelar enligt aktiekontolagen. I båda fallen blir emellertid aktiekontolagen generellt tillämplig på fondandelarna, och regelsystemet blir därmed entydigt när det gäller de sakrättsliga aspekterna. I den mån ett fondbolag inte önskar gå över till en hantering enligt aktiekontolagen föreslår utredningen att lagen om värdepappersfonder kompletteras med en bestämmelse som uttryckligen hänvisar till skuldebrevslagens regler om enkla skuldebrev, vilket innebär att nuvarande rättsläge — som utredningen uppfattat det — behålls.

Utredningen föreslår också att förvaltarregistrering av fondandelar skall bli möjlig. I den mån aktiekontolagens regelsystem görs tillämpligt på en värdepappersfond kommer även lagens bestämmelser om förvaltarregistrering att gälla. För sådana fondbolag som inte önskar tillämpa aktiekontolagens regler föreslår utredningen att lagen om värdepappersfonder kompletteras med regler om förvaltarregistrering.

Författningsförslag

1 Förslag till

Lag om ändring i aktiekontolagen (1989:827)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiekontolagen (1989:827)

dels att 3 kap. 4 §, 7 kap. 1 §, 9 kap. 10 § och 10 kap. 2 § skall upphöra att gälla,

dels att nuvarande 7 kap. 2 och 3 §§ skall betecknas 7 kap. 1 och 2 §§,

dels att 1 kap. 1, 2 och 3 §§, 3 kap. 1, 2 och 3 §§, 4 kap. 11 §, 5 kap.

1 §, nya 7 kap. 1 §, 7 kap. 4 och 5 §§, 8 kap. 4 §, 9 kap. 1 och 9 §§, 10 kap. 1 § samt rubriken till 10 kap. skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in tre nya paragrafer, 1 kap. 6 § samt 7 kap. 3 och 6 §§, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

1 kap.

1 §

För avstämningsbolag som avses i aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) och bankaktiebolagslagen (1987:618) skall finnas register enligt denna lag (avstämningsregister).

Avstämningsregistren förs av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen) med hjälp av automatisk databehandling. I fall som anges i 4 kap. vidtas registreringsåtgärder även av kontoförande institut på värdepapperscentralens vägnar.

Av 6 § framgår att vad som i lagen anges om värdepapperscentralen kan avse annat företag som omfattas av förordnande enligt nämnda paragraf.

2 §

I avstämningsregister skall registreras aktier i avstämningsbolag.

Bestämmelserna i denna lag om aktier tillämpas också på följande rättigheter i avstämningsbolag, nämligen

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

1. företrädesrätt att delta i emission som avses i 4 kap. aktiebolagslagen (1975:1385), 4 kap. försäkringsrörelselagen (1982:713) och 4 kap. bankaktiebolagslagen (1987:618),

2. rätt på grund av teckning av aktier vid nyemission enligt 4 kap. aktiebolagslagen, 4 kap. försäkringsrörelselagen och 4 kap. bankaktiebolagslagen, samt

3. rätt på grund av nyteckning av aktier enligt 5 kap. aktiebolagslagen och 5 kap. bankaktiebolagslagen.

I 9 kap. finns bestämmelser om registrering i avstämningsregister av ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning och vissa andra rättigheter.

I 9 kap. finns bestämmelser om registrering i avstämningsregister av ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning och andra finansiella instrument.

3 §

För rättigheter som skall registreras enligt denna lag får inte utfärdas aktiebrev, emissionsbevis, interimsbevis eller optionsbevis som avses i aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618). Har en sådan handling utfärdats, gäller inte bestämmelserna i dessa lagar för handlingen.

För sådana ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning som registreras enligt denna lag får inte utfärdas skuldebrev.

Första och andra styckena tillämpas inte i fråga om finansiella instrument utfärdade av emittent med säte i annat land än Sverige. Regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer kan förordna att första eller andra stycket inte heller tillämpas i fråga om svenskt finansiellt instrument, om handel med instrumentet utomlands annars skulle försvåras.

Har skriftligt bevis eller skuldebrev utfärdats för ett sådant instrument som avses i tredje stycket, skall handlingen vara inlämnad för förvaring hos värdepapperscentralen eller hos annan för centralens räkning, innan registrering i avstämningsregister får ske. Handlingen skall vara kvar i sådant förvar så länge instrumentet är registrerat i avstämningsregister.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

6 §

Regeringen eller en myndighet som regeringen bestämmer får förordna att vad som i denna lag föreskrivs om värdepapperscentralen skall avse även annat företag i den utsträckning som anges i förordnandet. Sådant företag skall stå under Finansinspektionens tillsyn.

Förordnande enligt första stycket får meddelas endast om företaget bedöms kunna tillgodose de krav på säkerhet som är förenade med ett kontobaserat system för registrering av rättigheter som avses i denna lag och ha en tillfredsställande beredskap för att ersätta eventuella skador för enskilda enligt 7 kap. Förordnandet får förenas med villkor.

3 kap.

1 §¹

Företag som har tillstånd enligt andra stycket kan genom överenskommelse med värdepapperscentralen tilläggas ställning som kontoförande institut enligt denna lag. Värdepapperscentralen kan själv åta sig uppgiften att vara kontoförande institut.

Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret är inom sina verksamhetsområden kontoförande institut. Tillstånd för någon annan att vara kontoförande institut ges av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer.

Utländska företag får vara kontoförande institut under förutsättning att det i sitt hemland står under betryggande tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får ge kontoförande institut tillstånd att sätta annan i sitt ställe.

2 §

Värdepapperscentralen skall tillse att minst ett av de kontoförande

¹Senaste lydelse 1993:543

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

instituten åtar sig skyldighet att på begäran öppna aktiekonto för envar, om ej grund för avslag föreligger enligt denna lag eller annan författning.

Värdepapperscentralen kan själv åta sig skyldighet som ankommer på kontoförande institut enligt första stycket. I annat fall skall sådant kontoförande institut vara helägt dotteraktiebolag till värdepapperscentralen.

Om någon begär att få öppna aktiekonto genom ett kontoförande institut som är helägt dotteraktiebolag till värdepapperscentralen, får institutet inte avslå en sådan begäran annat än om grund för avslag föreligger enligt denna lag eller annan författning.

3 §²

Andra kontoförande institut än Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret står under tillsyn av Finansinspektionen och skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Andra kontoförande institut än Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret *och utländska företag* står under tillsyn av Finansinspektionen och skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Tillstånd att vara kontoförande institut kan återkallas av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer, om det kontoförande institutet genom att överträda denna lag eller på annat sätt visar sig olämpligt att utöva verksamhet som sådant institut.

Ett beslut om återkallelse av tillstånd att vara kontoförande institut får fattas att gälla tills vidare i avvaktan på att ärendet avgörs.

4 kap.

11 §³

En anteckning på ett aktiekonto skall rättas av den som har vidtagit registreringsåtgärden, om anteckningen innehåller någon uppenbar oriktighet till följd av att den som vidtagit registreringsåtgärden eller någon annan har gjort sig skyldig till skrivfel, räknefel eller liknande förbiseende eller till följd av något

En anteckning på ett aktiekonto skall rättas av den som har vidtagit registreringsåtgärden, om anteckningen innehåller någon uppenbar oriktighet till följd av att den som vidtagit registreringsåtgärden eller någon annan har gjort sig skyldig till skrivfel, räknefel eller liknande förbiseende eller till följd av något

²Senaste lydelse 1993:543.

³Senaste lydelse 1993:205.

Nuvarande lydelse

tekniskt fel. Tillfälle att yttra sig skall lämnas den vars rätt berörs.

Föreslagen lydelse

tekniskt fel. Tillfälle att yttra sig skall lämnas den vars rätt berörs, *om inte rättelsen är till förmån för denne eller yttrande annars är uppenbart obehövligt.*

5 kap.

1 §⁴

När en registreringsåtgärd har verkställts genom anteckning på ett aktiekonto skall värdepapperscentralen *genast* underrätta alla som är registrerade på kontot enligt 2 kap. 3 § första stycket 1 eller 2 eller 8 kap. 3 § 1, i den mån de berörs av åtgärden.

Var och en som är registrerad på ett aktiekonto enligt 2 kap. 3 § första stycket 1 eller 2 eller 8 kap. 3 § 1 har rätt att på begäran få besked från värdepapperscentralen om kontots innehåll i den mån innehållet berör hans rätt. I ett sådant besked skall på begäran även anges vilka rättsverkningar som enligt denna lag är knutna till uppgifterna på kontot.

Värdepapperscentralen skall varje år före den 31 januari lämna innehavaren av ett aktiekonto besked om kontots innehåll per den 31 december föregående år. *Beskedet skall, om inte innehavaren medger annat, ange de förändringar på kontot som har ägt rum under det sistnämnda året.*

Underrättelser och besked enligt denna paragraf skall lämnas utan kostnad.

När en registreringsåtgärd har verkställts genom anteckning på ett aktiekonto skall värdepapperscentralen *skyndsamt* underrätta alla som är registrerade på kontot enligt 2 kap. 3 § första stycket 1 eller 2 eller 8 kap. 3 § 1, i den mån de berörs av åtgärden.

Värdepapperscentralen skall varje år före *utgången av januari månad* lämna innehavaren av ett aktiekonto besked om kontots innehåll per den 31 december föregående år. *För det fall innehavaren begär det skall beskedet ange de förändringar på kontot som har ägt rum under det sistnämnda året.*

denna paragraf skall lämnas utan

7 kap.

2 §

Om någon tillfogas skada till följd av oriktig eller missvisande uppgift i ett avstämningsregister eller i annat fall genom fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register, har han rätt till ersättning av värdepapperscentralen, om inte värdepapperscentralen visar att relaktigheten beror på omständighet utanför dess kontroll

1 §

Om någon tillfogas skada till följd av oriktig eller missvisande uppgift i ett avstämningsregister eller i annat fall genom fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register, har han rätt till ersättning av värdepapperscentralen, om inte värdepapperscentralen visar att relaktigheten beror på omständighet utanför dess kontroll

⁴Senaste lydelse 1993:970.

Nuvarande lydelse

vars följer den skäligen inte kunde ha undvikit eller övervunnit.

Beror felaktigheten på ett konförende institut, är värdepapperscentralen fri från skadeståndsskyldighet *endast* om också det konförende institutet skulle vara fritt enligt första stycket. Motsvarande gäller om felaktigheten beror på någon som har anlitats av värdepapperscentralen eller av ett konförende institut.

Föreslagen lydelse

vars följer den skäligen inte kunde ha undvikit eller övervunnit.

Beror felaktigheten på ett konförende institut, är värdepapperscentralen fri från skadeståndsskyldighet om också det konförende institutet skulle vara fritt enligt första stycket. Motsvarande gäller om felaktigheten beror på någon som har anlitats av värdepapperscentralen eller av konförende institut.

3 §

Beror skada som avses i 1 eller 2 § på ett konförende institut eller någon som har anlitats av ett sådant institut, är värdepapperscentralen fri från skadeståndsskyldighet, om centralen visar att det konförende institutet eller den som institutet har anlitat uppsåtligt eller av oaktsamhet har vållat skadan.

4 §

Ersättning enligt 1-3 §§ kan efter skälighet sättas ned eller helt falla bort, om vållande på den skadelidandes sida har medverkat till skadan.

Ersättning enligt 1 eller 2 § kan efter skälighet sättas ned eller helt falla bort, om vållande på den skadelidandens sida har medverkat till skadan.

5 §

Om ett konförende institut eller annat företag genom vållande har medverkat till en skada som avses i 1-3 §§, har värdepapperscentralen rätt att från företaget kräva tillbaka utbetald ersättning i den mån det är skäligt med hänsyn till skadans orsak och omständigheterna i övrigt.

Om ett konförende institut eller annat företag genom vållande har medverkat till en skada som avses i 1 eller 2 §, har värdepapperscentralen rätt att från företaget kräva tillbaka utbetald ersättning i den mån det är skäligt med hänsyn till skadans orsak och omständigheter i övrigt.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

6 §

Vad som föreskrivs i 1-5 §§ gäller ej i den mån annat följer av avtal. Innebär sådant avtal att värdepapperscentralens ersättningsansvar enligt nämnda paragrafer begränsas i förhållande till annan än kontoförande institut, är avtalet giltigt endast om det har godkänts av Finansinspektionen.

8 kap.

4 §

Om den som äger aktier som förvaltas av en auktoriserad förvaltare vill delta i en bolagsstämma, skall han på begäran tillfälligt föras in i aktieboken. När bolagsstämman har ägt rum, skall aktieägaren föras av från aktieboken.

Om den som äger aktier som förvaltas av en auktoriserad förvaltare eller den som har tillstånd enligt 1 § vill delta i en bolagsstämma, skall han på begäran tillfälligt föras in i aktieboken. När bolagsstämman har ägt rum, skall aktieägaren föras av från aktieboken.

9 kap.

1 §⁵

På begäran av den som vill utfärda eller har utfärdat ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning skall värdepapperscentralen besluta att skuldförbindelserna skall registreras i ett avstämningsregister enligt bestämmelserna i detta kapitel.

På begäran av svensk fysisk eller juridisk person som vill utfärda eller har utfärdat ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning skall värdepapperscentralen besluta att skuldförbindelserna skall registreras i ett avstämningsregister enligt bestämmelserna i detta kapitel.

Bestämmelserna i detta kapitel om skuldförbindelser skall i tillämpliga delar även gälla

1. företrädesrätt att delta i emission som avses i 5 kap. aktiebolagslagen (1975:1385) och 5 kap. bankaktiebolagslagen (1987:618),

2. konverteringsrätt och optionsrätt till nyteckning som avses i 5 kap. aktiebolagslagen och 5 kap. bankaktiebolagslagen,

2. konverteringsrätt och optionsrätt till nyteckning som avses i 5 kap. aktiebolagslagen och 5 kap. bankaktiebolagslagen.

3. aktieägarens rätt gentemot den som för hans räkning förvarar

⁵Senaste lydelse 1990:970.

Nuvarande lydelse

aktiebrev i ett utländskt bolag,
samt

4. rätt gentemot ett aktiebolag att
av detta bolag förvärva aktie i ett
annat aktiebolag (inköpsrätt).

Föreslagen lydelse

Värdepapperscentralen får be-
sluta att även andra finansiella
instrument avsedda för allmän om-
sättning än sådana som avses i
första eller andra stycket eller
1 kap. 2 § första eller andra styck-
et skall registreras i ett avstäm-
ningsregister. Bestämmelserna i
detta kapitel om skuldförbindelser
skall i tillämpliga delar gälla även
i fråga om sådana finansiella in-
strument.

9 kap.

9 §

En utfärdare av skuldförbindelser
har rätt att på begäran få följande
uppgifter från värdepapperscentra-
len om varje konto som ingår i av-
stämningsregistret, nämligen

1. borgenärens namn, person-
nummer eller annat identifierings-
nummer samt postadress,

2. skuldbelopp och lånevillkor
samt, i förekommande fall, antalet
skuldförbindelser och dessas nomi-
nella belopp.

Om betalning av kapitalbelopp
eller ränta på grund av skuldför-
bindelse skall göras utan förmed-
ling av värdepapperscentralen, har
utfärdaren av skuldförbindelsen
rätt att, i den mån det behövs för
detta ändamål, beträffande konton
för den skuldförbindelsen få upp-
gifter från värdepapperscentralen
om borgenärens eller förvaltarens
namn, personnummer eller annat
identifieringsnummer samt post-
adress.

Första stycket tillämpas också,
om värdepapperscentralens regi-
strering av skuldförbindelsen upp-
hör.

10 kap. Aktiekontonämnden

Hos värdepapperscentralen skall
finnas en särskild nämnd, aktie-
kontonämnden, vars reglemente
godkänns av regeringen.

Nämndens uppgift är att pröva
tvister med anledning av beslut
som värdepapperscentralen eller ett
kontoförande institut har fattat med
stöd av denna lag. Nämnden skall

10 kap. Överklagande

Beslut av förvaltningsmyndighet
enligt denna lag överklagas hos
kammarrätten. Sådant beslut får
verkställas omedelbart om inte
kammarrätten förordnar något
annat.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

ge rekommendationer om hur tvisterna bör lösas.

-
1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.
 2. Frågor om förordnande enligt 1 kap. 6 § kan prövas före ikraftträdandet.

2 Förslag till

Lag om ändring i lagen om börs- och clearingverksamhet
(1992:543)

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

dels att 1 kap. 1 och 4 §§, 8 kap. 4, 5 och 6 §§, 9 kap. 1, 2 och 6 §§, 11 kap. 9 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föra in två nya paragrafer, 9 kap. 8 och 9 §§ samt närmast före 9 kap. 8 och 9 §§ nya rubriker av följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

1 kap.

1 §

Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt denna lag.

Clearingverksamhet får *drivas* endast av företag som har fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag.

Clearingverksamhet *eller avvecklingsverksamhet* får *yrkesmässigt bedrivas* endast av Sveriges riksbank och av företag som har fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag. *Vad som i 8 och 9 kap. föreskrivs om clearing och clearingverksamhet gäller även i fråga om avveckling och avvecklingsverksamhet.*

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av Finansinspektionen.

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av Finansinspektionen. *Finansinspektionen kan medge undantag från kravet på tillstånd.*

4 §¹

I denna lag betyder

1. börs: företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar,

2. börsmedlem: den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen,

3. auktoriserad marknadsplats: företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument,

¹Senaste lydelse 1992:1712.

Nuvarande lydelse

4. clearingverksamhet: verksamhet som består i att yrkesmässigt i options- eller terminsavtal träda in som part eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs,

5. clearingorganisation: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att driva clearingverksamhet,

6. clearingmedlem: den som av en clearingorganisation har fått tillåtelse att delta i clearingen hos organisationen,

7. option: en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,

8. termin: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,

9. finansiellt instrument och fondpapper: vad som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,

10. EES: Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

Föreslagen lydelse

4. clearingverksamhet: en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar utjämna förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra eller i att genom inträdande som part eller på annat sätt garantera att sådana förpliktelser fullgörs,

5. avvecklingsverksamhet: en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar sörja för att förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra avvecklas genom överförande av likvid eller instrument,

6. clearingorganisation: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att bedriva clearing- eller avvecklingsverksamhet,

7. clearingmedlem: den som av en clearingorganisation har fått tillstånd att delta i clearing eller avveckling hos organisationen,

8 kap.

4 §

Bestämmelserna i 2 kap. 3 § om ansökan innan bolaget eller föreningen har registrerats, i 2 kap. 4 § om godkännande av bolagsordning eller stadgar, i 2 kap. 5 § om kapital, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

verkställande direktör och i 2 kap. 8 § om sekretess skall tillämpas även i fråga om clearingorganisation.

I den i 2 kap. angivna planen för verksamheten skall en clearingorganisation beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med verksamheten och hur dessa risker skall hanteras.

5 §

En clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingverksamheten.

En clearingorganisation skall genom eget kapital, garanti eller försäkring eller på annat liknande sätt ha en tillfredsställande beredskap för sådant betalningsansvar som kan uppkomma för organisationen till följd av clearingverksamheten. Organisationen skall kunna tillgodose säkerhetskrav som är förenade med verksamheten.

6 §

En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har en betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen hos organisationen.

En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har betryggande kapitalstyrka, ändamålsenligt organisation av verksamheten, erforderliga riskhantlingsrutiner, säkra tekniska system och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen hos organisationen.

Om en clearingmedlem inte längre uppfyller de krav som anges i första stycket, skall clearingorganisationen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett clearingmedlemskap upphört på grund av beslut enligt andra stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, ändå vidta åtgärder i förhållande till clearingorganisationen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

9 kap.

1 §

En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearing hos organisationen skall gå till.

En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearing hos organisationen skall gå till. Särskild uppmärksamhet skall

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

*ägnas åt att reglerna är hållbara
från rättslig synpunkt.*

Clearingen skall ske under förhållanden som överensstämmer med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

2 §

En clearingorganisation skall se till att det vid clearingen ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge ett åtagande består.

En clearingorganisation som inträder som part i handeln eller garanterar förpliktelser skall se till att det vid clearingen ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består. Vid annan clearingverksamhet skall en clearingorganisation se till att det ställs säkerhet för gjorda åtaganden i den utsträckning det behövs.

Säkerhet skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas.

6 §

En clearingorganisation får, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

För verksamhet som består i att i syfte att underlätta clearingverksamheten, förmedla försträckning av finansiella instrument eller lämna kredit mot säkerhet fordras särskilt tillstånd av Finansinspektionen.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen tillåta en clearingorganisation att driva även annan verksamhet.

*Clearingorganisations och
clearingmedlems konkurs*

8 §

Har i avtal om clearingverksamhet gjorts förbehåll om att, för det fall clearingorganisationen eller clearingmedlem försätts i konkurs, konkursboet inte får delta i fortsatt utjämning av förpliktelser eller att avräkning av utestående förpliktelser skall ske, gäller förbehållet mot konkursboet. Vad som har sagts nu

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

tillämpas på motsvarande sätt i fråga om förbehåll i avtal om utjämning av förpliktelser att betala eller att leverera finansiella instrument som har träffats utan medverkan av en clearingorganisation.

Förvärvspant

9 §

Clearingorganisation, som i enlighet med de för clearing och avveckling hos organisationen gällande reglerna har åtagit sig betalningsskyldighet för annans förvärv av finansiella instrument, har till säkerhet för sin återgångsfordran gentemot förvärvaren panträtt i instrumenten, under förutsättning att organisationen har besittning till dessa. I fråga om rättighet som registreras enligt aktiekontolagen (1989:827) krävs i stället för besittning att panträkten registreras enligt denna lag. Sådan registrering krävs dock inte i fråga om rättigheter som är förvaltarregistrerade. Är clearingorganisationen kontoförande institut enligt aktiekontolagen med behörighet att verkställa registreringen gäller panträkten utan hinder av att registrering inte har skett men har i sådant fall ej företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering.

Panträtt som avses i första stycket tillkommer också clearingorganisationen i förhållande till överlåtare av finansiella instrument till säkerhet för fordran som uppkommit på grund av att organisationen försträckt denne medel motsvarande förväntad betalning för överlåtelsen.

Vad som i första och andra styckena föreskrivs om clearingorganisation gäller även i fråga om clearingmedlem.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

11 kap.

9 §

För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om Finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden.

För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om Finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen *eller vid den löpande tillsynen* behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden *eller det företag som tillsynen avser*.

Företag som står under tillsyn enligt denna lag skall med årliga avgifter bekosta Finansinspektionens verksamhet enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

2. Frågor om tillstånd för clearingverksamhet som dessförinnan har fått bedrivas utan tillstånd får prövas före ikraftträdandet.

3 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

dels att 31 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in en ny paragraf, 32 a §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

31 §

Fondbolaget skall föra eller låta föra ett register över samtliga innehavare av andelar i fonden. Om registret förs med hjälp av automatisk databehandling gäller bestämmelserna i datalagen (1973:289) för ett sådant register.

Fondbolaget skall till varje enskild fondandelsägare skriftligen bekräfta att hans fondandelsinnehav registrerats. Av bekräftelsen skall framgå värdepappersfondens beteckning, fondbolaget och förvaringsinstitutet samt var informationsbroschyren, årsberättelser och halvårsredogörelser för fonden finns att få tag i.

Den som har auktoriserats som förvaltare enligt 8 kap. 1 § aktiekontolagen (1989:827) och som förvaltar annans fondandelar får i stället för denne införas i det register som avses i första stycket. Därvid skall särskilt anmärkas att fondandelen förvaltas för annans räkning. Förvaltaren skall tillställa andelsägaren bekräftelse enligt andra stycket samt information som avses i 27 § andra stycket och 33 a § andra stycket. På begäran av fondbolaget eller den som på bolagets uppdrag för registret skall förvaltaren lämna fondbolaget uppgifter om de andelsägare vilkas fondandelar omfattas av förvaltningen samt det antal fondandelar som varje fondandelsägare äger.

Är aktiekontolagen (1989:827) tillämplig på fondandelarna i värdepappersfonden, förs register som avses i första stycket av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag eller annan som omfattas av förordnande enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

32 a §

Är aktiekontolagen (1989:827) ej tillämplig på fondandelarna i värdepappersfonden gäller i fråga om överlåtelse av en fondandel 31 § lagen (1936:81) om skuldebrev i tillämpliga delar.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

4 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1990:325) om självdeklaration och kontrolluppgifter

Härigenom föreskrivs att 3 kap. 27 § lagen (1990:325) om självdeklaration och kontrolluppgifter skall ha följande lydelse.

*Lydelse enligt
SFS 1993:945*

Föreslagen lydelse

3 kap.

27 §

Kontrolluppgift om utdelning och innehav skall lämnas av

1. den som utbetalt utdelning på aktie i svenskt aktiebolag som är avstämningsbolag enligt 3 kap. 8 § aktiebolagslagen (1975:1385), 3 kap. 8 § försäkringsrörelselagen (1982:713) eller 3 kap. 8 § bankaktiebolagslagen (1987:618),

2. *förvaringsinstitut som avses i 1 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och som utbetalt utdelning på andel i svensk värdepappersfond,*

2. *den som utbetalt utdelning på andel i svensk värdepappersfond som avses i 1 § lagen om värdepappersfonder,*

3. *fondbolag som avses i 1 § lagen om värdepappersfonder och som förvaltar svensk värdepappersfond,*

4. den som utbetalt utdelning från utländsk juridisk person, om utdelningen utbetalats genom Värdepapperscentralen VPC Aktiebolags försorg,

3. den som utbetalt utdelning från utländsk juridisk person, om utdelningen utbetalats genom Värdepapperscentralen VPC Aktiebolags försorg,

5. valutahandlare och värdepappersinstitut hos vilka utländskt fondpapper eller rättighet eller skyldighet som anknyter till sådant fondpapper förvaras i depå eller kontoförs.

4. valutahandlare och värdepappersinstitut hos vilka utländskt fondpapper eller rättighet eller skyldighet som anknyter till sådant fondpapper förvaras i depå eller kontoförs.

Kontrolluppgift skall lämnas för

a) fysisk eller juridisk person som är berättigad att lyfta utdelning för egen del vid utdelningstillfället och

b) fysisk person som hos den uppgiftsskyldige varit antecknad som innehavare av aktie eller andel i värdepappersfond eller utländsk juridisk person eller utländsk aktie eller annat utländskt värdepapper.

Kontrolluppgift enligt andra stycket a skall ta upp utbetald utdelning och avdragen preliminär skatt samt i förekommande fall uppgift om utdelningen avser sådan utbetalning som avses i punkt 2 tredje stycket av anvisningarna till 22 § kommunalskattelagen (1928:370) eller 3 § 1 mom.

tredje stycket lagen (1947:576) om statlig inkomstskatt. Kontrolluppgift enligt andra stycket b skall ta upp innehavet vid årets utgång.

Uppgiftsskyldighet enligt denna paragraf föreligger inte för tillgångar på pensionssparkonto eller för utdelning på sådana tillgångar eller för utdelning som inte utgör skattepliktig inkomst enligt lagen (1988:847) om skattelättnader för allemanssparande.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

5 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande

Härigenom föreskrivs att 10 § lagen (1983:890)¹ om allemanssparande skall ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*10 §²

En allemansfond är en fond för sparande huvudsakligen i svenska aktier och andra svenska värdepapper.

I fråga om allemansfonder gäller vad som föreskrivs i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och annan författning i fråga om värdepappersfonder med de avvikelser som följer av denna lag och lagen (1988:847) om skattelättnader för allemanssparande.

Aktiekontolagen (1989:827) är ej tillämplig på andelar i en allemansfond.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

¹Lagen omtryckt 1986:522.

²Senaste lydelse 1992:1497.

6 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen (1989:827)

Härigenom föreskrivs att det i lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen (1989:827) skall införas en ny paragraf, 3 a §, av följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse**3 a §*

Vad som i denna lag föreskrivs om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen) skall även gälla annat företag i den mån det följer av förordnande enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen (1989:827).

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

7 Förslag till

Lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiebolagslagen (1975:1385)¹

dels att 3 kap. 10 § skall ha följande lydelse,

dels att det i lagen skall föras in en ny paragraf, 3 kap. 18 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

3 kap.

10 §²

I avstämningsbolag införes aktieägarna i aktieboken med uppgift om personnummer eller annat identifikationsnummer och postadress. För varje ägare anges det antal aktier han äger av olika kag. Aktieboken föres med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt.

I avstämningsbolag kan bank eller värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, införas i aktieboken i stället för ägaren till de aktier som omfattas av lämnat förvaltningsuppdrag. *Är aktier i avstämningsbolag föremål för handel vid utländsk fondbörs, kan, efter särskilt tillstånd, i bolagets aktiebok, i stället för aktieägare som är bosatt utomlands, införas den som fått uppdrag att i utlandet förvalta hans aktier.*

I avstämningsbolag kan bank eller värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, införas i aktieboken i stället för ägaren till de aktier som omfattas av lämnat förvaltningsuppdrag. *I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egen-skap.*

I aktieboken skall i fall som avses i andra stycket anmärkas att aktien innehas för annans räkning. Beträffande förvaltaren antecknas i aktieboken samma uppgifter som enligt första stycket skall införas om aktieägare.

För rätt till registrering som förvaltare kräves utöver vad som sägs i andra stycket att förvaltaren uppfyller de villkor som gäller för införelse av ägare i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna paragraf, om förvaltares åligganden, om skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för envar hålla tillgänglig sammanställning av uppgifter från förvaltare om aktieägare, som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltares namn, samt om tillfällig införelse i aktieboken av ägare till förvaltarregistrerade aktier.

¹Lagen omtryckt 1993:150.

²Senaste lydelse 1991:985.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

3 kap.

18 §

Vad som i denna lag föreskrivs om
Värdepapperscentralen VPC Aktie-
bolag (värdepapperscentralen)
skall även gälla annat företag i den
mån det följer av förordnande
enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen
(1989:827).

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

8 Förslag till

Lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)

Härigenom föreskrivs att 3 kap. 11 § bankaktiebolagslagen (1987:618) skall ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

3 kap.

11 §¹

Har aktier i ett avstämningsbolag lämnats till förvaltning hos en bank eller värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, kan, i stället för aktieägaren, banken eller värdepappersinstitutet föras in i aktieboken. Är aktier i avstämningsbolag föremål för ahandling vid utländsk fondbörs, kan, efter särskilt tillstånd, i bolagets aktiebok, i stället för aktieägare som är bosatt utomlands, införas den som fått uppdrag att i utlandet förvalta hans aktier.

I aktieboken skall anmärkas att aktien innehas för annans räkning. *Beträffande förvaltaren antecknas i aktieboken samma uppgifter som enligt 10 § skall föras in om aktieägaren.*

I aktieboken skall anmärkas att aktien innehas för annans räkning. *I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egen-
skap.*

För rätt till registrering som förvaltare krävs, utöver vad som sägs i första stycket, att förvaltaren uppfyller de villkor som gäller för införande av ägaren i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna lag, förvaltarens åligganden, skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för var och en hålla tillgänglig en sammanställning av uppgifter från förvaltare om de aktieägare som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltarens namn samt till fällig införelse i aktieboken av ägare till förvaltarregistrerade aktier.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

¹Senaste lydelse 1991:996.

9 Förslag till

Lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs att 3 kap. 10 § försäkringsrörelselagen (1982:713) skall ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*

3 kap.

10 §¹

I avstämningsbolag förs aktieägarna in i aktieboken med uppgift om personnummer eller annat identifieringsnummer samt postadress. För varje ägare anges det antal aktier av olika slag som denne äger. Aktieboken förs med maskin för automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt.

Har aktier i ett avstämningsbolag lämnats till förvaltning hos en bank eller en värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, kan i stället för aktieägaren banken eller fondkommissionären föras in i aktieboken. Är aktierna i ett avstämningsbolag föremål för handel vid en utländsk fondbörs, kan, efter särskilt tillstånd, i bolagets aktiebok, i stället för en aktieägare som är bosatt utomlands, föras in den som fått uppdrag att i utlandet förvalta hans aktier.

Har aktier i ett avstämningsbolag lämnats till förvaltning hos en bank eller ett värdepappersinstitut, som är auktoriserat som förvaltare av aktier, kan i stället för aktieägaren banken eller fondkommissionären föras in i aktieboken. I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egenskap.

I aktieboken skall anmärkas att aktien innehas för någon annans räkning. Beträffande förvaltaren antecknas i aktieboken samma uppgifter som enligt första stycket skall föras in om aktieägaren.

För rätt till registrering som förvaltare krävs utöver vad som sägs i andra stycket att förvaltaren uppfyller de villkor som gäller för införande av ägaren i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna paragraf, om förvaltares åligganden, om skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för var och en hålla tillgänglig en sammanställning av uppgifter från förvaltare om de aktieägare, som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltares namn samt om tillfällig införing i aktieboken av ägaren till förvaltarregistrerade aktier.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

¹Senaste lydelse 1991:990.

10 Förslag till

Lag om ändring i lagen (1914:45) om kommission

Härigenom föreskrivs att 31 § lagen (1914:45) om kommission skall ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse**Föreslagen lydelse*31 §¹

Försäljningskommissionär, som givit kommittenten förskott å köpeskillingen eller som eljest i anledning av uppdraget har fordringsrätt hos kommittenten, äge i det gods, som lämnats honom till försäljning, pant­rätt till säkerhet för sådan fordran, såvida han själv eller genom annan är i besittning av godset eller av konossement eller sådan fraktsedel därå, att avsändaren icke utan företeende av densamma äger förfoga över godset.

Bestämmelserna om panträtt i första stycket tillämpas även på rättigheter som registreras enligt aktiekontolagen (1989:827). I sådana fall krävs i stället för besittning att panträtten registreras enligt sistnämnda lag.

Bestämmelserna om panträtt i första stycket tillämpas även på rättigheter som registreras enligt aktiekontolagen (1989:827). I sådana fall krävs i stället för besittning att panträtten registreras enligt sistnämnda lag. *Sådan registrering krävs dock inte i fråga om rättigheter som är förvaltarregistrerade. Är kommissionären kon­to­förande institut med behörighet att verkställa registreringen gäller panträtten utan hinder av att registrering inte har skett men har i sådant fall ej företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

¹Senaste lydelse 1992:1311.

1 Inledning

1.1 Utredningsuppdraget

Genom beslut den 12 december 1991 bemyndigade regeringen det statsråd som har till uppgift att föredra frågor om värdepappersmarknaden och förenklad aktiehantering att tillkalla en särskild utredare med uppdrag att utreda clearingverksamhet och kontosystem.

I direktiven (dir. 1991:111), se bilaga 1, uttalas att värdepappersmarknaderna under det senaste årtiondet genomgått stora förändringar. Även i Sverige har utvecklingstakten varit hög. Omsättningen på värdepappersmarknaderna har ökat kraftigt. Den tekniska utvecklingen, främst modern data- och kommunikationsteknik, har möjliggjort nya handelssystem och nya finansiella instrument samt ökat förutsättningarna för gränsöverskridande handel. Genom system för informationsspridning och handel har värdepappersmarknaderna fått en alltmer internationell prägel.

Utvecklingen har följts av lagstiftaren. Ett omfattande utrednings- och lagstiftningsarbete har genomförts för att möta behovet av förändringar. Det hittillsvarande arbetet har i huvudsak varit koncentrerat på aktörerna på värdepappersmarknaden och på informations- och handelsfrågor. De avslutande funktionerna på värdepappersmarknaden, nämligen clearing samt betalning och leverans har emellertid inte varit föremål för någon samlad översyn. Enligt direktiven är clearing samt betalning och leverans (clearing och avveckling) av den största betydelse för handeln på värdepappersmarknaden. En sund värdepappersmarknad som har allmänhetens förtroende ställer krav på snabba och säkra system för clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner. Det är i detta led som de flesta och mest betydande riskerna i handeln med värdepapper föreligger. Skulle en clearingorganisation som hanterar betalningar utsättas för allvarliga störningar finns det en risk att krisen sprider sig så att stabiliteten i hela betalningssystemet hotas. Med hänsyn till dessa risker föreligger enligt direktiven skäl för en allmän översyn.

Värdepappersmarknadernas internationalisering medför ett behov av att anpassa de svenska reglerna och systemen för clearing och avveckling till internationell standard. Vid en allmän översyn av clearing och avveckling på värdepappersmarknaden bör därför särskild vikt ägnas åt den gränsöverskridande handeln.

I direktiven anges följande riktlinjer för utredningen.

Utredaren bör kartlägga vilka former av clearing och avveckling som för närvarande bedrivs i Sverige och studera utländska sådana. Därvid bör utredaren beskriva hur verksamheten är organiserad och reglerad samt vilka tekniska lösningar som har valts. En sådan kartläggning bör ligga till grund för en analys av de olika formerna för clearing och avveckling samt utredarens överväganden om vilket eller vilka system som förmår att hantera riskerna inom sådan verksamhet på ett säkert och rationellt sätt.

Utredaren bör vidare göra en översyn av gällande lagar och regler för clearing och avveckling samt därvid överväga om behov föreligger av en enhetlig och generell lagstiftning. Utredning bör även omfatta de kontobaserade systemen för betalning och leverans på värdepappersmarknaden. Därvid påpekas att utredaren skall beakta vad som framkom vid Justitiedepartementets hearing i januari 1992 angående aktiekontolagen.

Det är viktigt att de svenska reglerna för clearing och avveckling samt kontobaserade system blir internationellt anpassade. Utredaren bör pröva om de svenska reglerna överensstämmer med internationell praxis och internationella rekommendationer samt i förekommande fall överväga vilka förändringar som krävs. Vidare bör förutsättningarna för att i ett kontobaserat system i Sverige registrera utländska värdepapper prövas med hänsyn till den internationella utvecklingen. Möjligheterna till säkra och enkla internationella transaktioner, t.ex. genom att ett system för värdepappersregistrering kopplas i hop med ett annat lands system, utgör en annan angelägen fråga.

En internationellt diskuterad fråga är om det skall finnas endast ett kontobaserat system i varje land eller om utrymme föreligger för flera system (se Trettio-gruppen och Kessler-rapporten). Denna fråga samt frågorna om vem som skall äga sådana system och om de skall drivas med vinstintresse eller inte, liksom om det på detta område skall råda etableringsfrihet och konkurrens, utgör en del av analysen av system för clearing och avveckling. En sådan analys bör även omfatta vilken betydelse dessa system har för marknadernas struktur, t.ex. konkurrens mellan olika aktörer.

En väl fungerande clearing och avveckling är av väsentlig betydelse för värdepappersmarknadens funktion. Detta innebär att staten har ett starkt intresse av att denna uppgift fullgörs på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt. Staten uppträder i dag på värdepappersmarknaden i flera olika roller. Med hänsyn härtill och till den internationella perspektivet bör utredaren pröva om staten, såsom i dag är fallet med VPC, också bör uppträda som ägare i ett kontobaserat system.

I riktlinjerna anges också att utredaren bör beakta Nordiska minister rådets uttalande om att arbeta vidare på förslagen om bl.a. ökade förutsättningar för registrering av värdepapper i de nordiska ländernas värdepapperscentraler. Denna fråga och andra närliggande frågor har även berörts av VPC i en skrivelse till Finansdepartementet (Fi 3239/90).

Utredaren skall följa utvecklingen inom EG och beakta det arbete som pågår i den nordiska arbetsgruppen för samråd och informationsutveck-

ling i kapitalmarknadsfrågor i de frågor som omfattas av utredningsuppdraget.

1.2 Utredningsarbetet

Uppdraget omfattar två delar. För det första skall utredningen kartlägga vilka former av clearing och avveckling som för närvarande bedrivs i Sverige och studera utländska sådana. När det gäller kartläggningen och beskrivningen av clearing och avveckling i Sverige har utredningen införskaffat och studerat material från Värdepapperscentralen VPC AB, OM Stockholm AB och SwedeSettle AB. Utredningen har också studerat det s.k. MVPS-systemet för avveckling av penningmarknadsaffärer.

Utredningen har även haft att studera förhållandena utomlands. Därvid har utredningen införskaffat material från ett stort antal länder och organisationer. Vidare har ett antal studiebesök gjorts. Den 17-19 augusti 1992 besökte utredningen Köpenhamns Fondbörs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures (FUTOP), Værdipapircentralen, Danmarks Nationalbank och Finanstillsynet i Danmark. Under tiden 27 september – 5 oktober 1992 besökte utredningen USA. I Chicago studerades clearing och avveckling vid de tre stora termins- och optionsbörserna, nämligen Chicago Mercantile Exchange (CME), Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC) och Options Clearing Corporation (OCC). I Washington sammanträffade utredningen med representanter för Securities and Exchange Commission (SEC), National Association of Securities Dealers, Commodities Futures Trading Commission (CFTC), Department of Treasury och Board of Governors of the Federal Reserve System. I New York besöktes National Securities Clearing Corporation (NSCC), Depository Trust Company (DTC), Federal Reserve Bank of New York och FedWire samt investmentbankerna Goldman, Sachs & Co, First Boston och Merrill Lynch. Slutligen besöktes i New York även SE-Banken. Den 1-5 mars 1993 besökte utredningen London och OM London Ltd, Barclays, Goldman Sachs International, HM Treasury, London Stock Exchange, Bank of England och Citibank. Den 19-21 april 1993 var utredningen i Bryssel och sammanträffade med EG-kommissionen DG XV. Därutöver besöktes Federation of European Stock Exchanges och Euroclear. Slutligen skedde studiebesök den 4 juni 1993 hos Cedel i Luxemburg.

Vid uppdragets genomförande har utredningen ägnat störst uppmärksamhet åt kontoföring, clearing och avveckling på avistamarknaderna. Därtill har vissa frågor rörande sådan clearing och avveckling som sker direkt mellan parterna, exempelvis vid handel med icke standardiserade derivatinstrument och vid handel på valutamarknaden, tagits upp. Denna avvägning som också följer av direktiven sammanhänger med att clearing och avveckling av standardiserade derivatinstrument som handlas på en börs, i motsats till övrig clearingverksamhet på värdepappersmarknaden, relativt nyligen har varit föremål för granskning. Utredning och bedömning av handel och clearing avseende standardiserade derivat har således

skett i Optionsutredningens betänkande (SOU 1988:13) och i Värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) samt i propositionen om ny börslagstiftning (prop. 1991/92:113).

Sammanlagt 9 sammanträden har hållits med de till utredningen knutna experterna. Utredningen har under arbetet återkommande haft kontakter med företrädare för företag och organisationer som lämnat värdefull information om olika frågeställningar avseende clearing och avveckling.

Förutvarande verkställande direktören vid PenningmarknadsCentralen PmC AB Lars Aspling har på utredningens uppdrag i en promemoria beskrivit det riskhanteringssystem som var avsett att tillämpas av nämnda bolag. Promemorian har fogats till detta betänkande som bilaga.

Utredningen har lämnat remissyttrande till Finansdepartementet över en skrivelse från Fullmäktige i Sveriges Riksbank om ändringar i aktiekontolagen (ärendenr 432/93).

Till utredningen har regeringen den 27 maj 1993 överlämnat en skrivelse (ärendenr 4745/92) från Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Fondbolagens förening och Sparbankernas Bank i vilken hemställs att lagen om värdepappersfonder ändras så att andelar i värdepappersfonder kan bli föremål för valutarregistrering på ett likartat sätt som sker beträffande aktier enligt aktiekontolagens regler.

1.3 Betänkandets disposition

Utredningen har haft i uppdrag att kartlägga och beskriva vilka former av clearing och avveckling som bedrivs i Sverige och i utlandet. De finansiella marknaderna har under 1980-talet varit föremål för stora förändringar och utvecklingstakten har även under den tid utredningsarbetet har skett varit fortsatt hög. En beskrivning och kartläggning kan mot denna bakgrund omöjligen göra anspråk på att vara helt komplett. Samtidigt kan dock påstås att vissa av de beskrivna systemen och utvecklingstendenserna samt föreslagna åtgärder för att hantera riskerna vid clearing och avveckling under en tid framåt kommer att vara av betydelse på de finansiella marknaderna.

I *kapitel 2* ges en allmän beskrivning av clearing och avveckling samt utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden med tonvikt på dessa funktioner samt system för registrering av finansiella instrument på konton (aktiekontolagen). Utredningen har i enlighet med uppdraget lagt vikt vid att studera förhållandena utomlands. I *kapitel 3* om internationella förhållanden beskrivs ingående hur clearing och avveckling sker i några av de för svensk värdepappersmarknad viktigaste länderna, bl.a. Storbritannien, USA och Danmark. I samma kapitel redogörs för de av EG:s regler och rekommendationer som har betydelse för clearing och avveckling. Vidare tar utredningen i *kapitel 3* upp vissa internationella organisationers arbete med clearing och avvecklingsfrågor. Exempel på sådana organisationer är Centralbankerna inom G 10-länderna, OECD och Trettio-gruppen, som är en världsomspännande privat sammanslutning av experter på de finansiella marknaderna. I avsnitt 3 behandlas

även clearing och avveckling vid OTC-handeln med derivat och vid handel med valuta.

I *kapitel 4* redogörs för riskerna vid clearing och avveckling samt för olika åtgärder och system för att hantera sådana risker.

Vissa av utredningens allmänna överväganden rörande kontosystem för registrering av finansiella instrument och clearing och avveckling behandlas i *kapitel 5*. I de två efterföljande kapitlen, *kapitel 6 och 7*, redovisas utredningens närmare överväganden och förslag såvitt avser aktiekontolagen och lagen om börs- och clearingverksamhet. I *kapitel 8* lämnar utredningen vissa förslag rörande värdepappersfondslagstiftningen. *Kapitel 9* innehåller författningsförslag med specialmotiveringar och i *kapitel 10* berörs slutligen frågan om genomförande av utredningens förslag och vilka kostnadskonsekvenser förslagen har.

Till betänkandet har fogats fem bilagor. *Bilaga 1* innehåller utredningens direktiv (dir. 1991:111), *bilaga 2* en PM avseende PenningmarknadsCentralen PmC AB:s riskhanteringssystem och *bilaga 3* en sammanfattning av de synpunkter på aktiekontolagen som framkom i samband med Justitiedepartementets hearing i januari 1992. I *bilaga 4* finns en sammanställning av några begrepp som förekommer i finansiella sammanhang och som utredningen har använt i betänkandet. Slutligen, i *bilaga 5*, anges referenser.

En separat sammanfattning av utredningens betänkande på engelska språket har upprättats.

2 Allmänt om clearing och avveckling

2.1 Inledning

Utredningen har enligt direktiven haft i uppdrag att kartlägga vilka former av clearing och avveckling som för närvarande bedrivs i Sverige och därvid beskriva hur verksamheten är organiserad och reglerad samt vilka lösningar som har valts. Därutöver har utredning haft i uppdrag att studera utländska system för clearing och avveckling. I detta avsnitt koncentrerar sig utredningen på svenska förhållanden och system av betydelse för utredningens uppdrag. I följande avsnitt tar utredningen upp internationella förhållanden.

Detta avsnitt är disponerat enligt följande. Inledningsvis berörs betalningssystemet. Därefter beskrivs de olika stegen vid en affär på värdepappersmarknaden, från avslut till likvid och leverans. Vidare redogörs för den nuvarande regleringen på området. I avsnitt 2.2 behandlas utvecklingen i Sverige under det senaste årtiondet avseende clearing och avveckling. I avsnitt 2.3 - 2.5 behandlas clearing och avveckling på aktie-, penning- och derivatmarknaden. I dessa avsnitt beskrivs de organisationer som för närvarande bedriver clearingverksamhet i Sverige samt deras system. I avsnitt 2.6 behandlas riksbanksclearingen och i avsnitt 2.7 berörs hur clearing och avveckling går till vid gränsöverskridande värdepappershandel.

2.1.1 Något om betalningssystemet

Clearing och avveckling på värdepappersmarknaden har vanligen mycket starka kopplingar till system för avveckling av betalningar inom ett land och även mellan länder. Inledningsvis skall därför betalningssystemet beröras. Begreppet betalningssystem kan definieras som ett system bestående av en definierad grupp institutioner samt en uppsättning instrument och procedurer varmed betalningar utförs och förmedlas (s. 23 i Betalningssystemen i brytningstid av Hans Bäckström, Penning- & Valutapolitik 1993:1). Marknaderna för betalningstjänster brukar delas in i "large-value payments" och "retail payments". Något förenklat skulle "large-value payments" kunna beskrivas som betalningsverksamhet med anknytning till interbank-, valuta- och värdepappershandel, medan "retail payment" skulle kunna definieras som betalningar av hushåll och företag. I det följande har "large-value payments" översatts med stora betalningar och "large-value payments system" med system för avveckling av stora

betalningar. Med interbankhandel avses vanligen affärer och betalningar mellan bankinstitut. Det bör observeras att vissa transaktioner som görs av stora företag kan ha mer släktskap med betalningar inom den finansiella sektorn än retail payments (a.a.s 24 och 25).

Betalningssystemet är kort sagt en infrastruktur, om man så vill ett transportsystem för pengar, bestående av de institutioner som ombesörjer transporterna, nätverken mellan dessa samt de regelverk som styr och stöder systemet. Även om praktiskt taget alla institutioner, företag och individer utnyttjar betalningssystemet, är det bara de institutioner som agerar som intermediärer i detta nätverk, dvs. Riksbanken, banker, post- och bankgirot samt clearingorganisationer som kan sägas ingå i systemet.

I Sverige sker den slutliga avvecklingen av betalningsförpliktelser mellan samtliga större banker och vissa andra finansinstitut inom ramen för Riksbankens s.k. RIX-system (se vidare om riksbanksclearingen i avsnitt 2.6). Detta avser såväl avvecklingen av kundbetalningar som bankernas egna betalningar sinsemellan. Kundbetalningarna avvecklas i form av s.k. clearingtransaktioner, som skall vara inrapporterade till Riksbanken av den ena parten senast kl. 12.00, för att därefter bekräftas av motparten och därmed avvecklas. Vissa kundbetalningar avvecklas dock i praktiken vid en tidigare tidpunkt. Avvecklingen, som sker på bruttobasis, grundar sig i flera fall på en underliggande nettning (utjämning) av transaktioner. Detta gäller den bilaterala nettning som sker innan bankerna rapporterar sina s.k. clearingbelopp och den multilaterala nettning som sker inom bankgirot.

Interbanktransaktionerna inrapporteras och bekräftas/avvecklas brutto och löpande under dagen. Noteras kan att även kundbetalningar kan hanteras som interbanktransaktioner om berörda kunder och banker överenskommer därom. Den traditionella clearingtidpunkten kl. 12.00 har således inte den strikta innebörd idag som den hade tidigare.

2.1.2 En värdepappersaffär, från avslut till likvid och leverans

För att underlätta läsningen av den följande framställningen lämnas först en översiktlig beskrivning av de olika leden av en affär på värdepappersmarknaden, från avslut till leverans och likvid. För att åskådliggöra några av de rekommendationer som finns beträffande clearing och avveckling berörs Trettio-gruppens rekommendationer när dessa är aktuella (en närmare beskrivning av Trettio-gruppens verksamhet finns i avsnitt 3.5.2). Trettio-gruppens rekommendationer är enligt förordet avsedda för fondpapper som utges av bolag. Enligt utredningens mening kan emellertid rekommendationerna tjäna som riktmärke för clearing och avveckling beträffande samtliga typer av fondpapper som är avsedda för allmän omsättning. Vidare definieras vissa uttryck och termer (se även bilaga 4 Några använda begrepp).

En affär på värdepappersmarknaden genomgår flera led innan den slutliga leveransen och betalningen av de finansiella instrumenten sker. Sedan ett anbud har gjorts och en accept har lämnats sker vad man brukar kalla

ett **avslut**. Det äger vanligen rum på en marknadsplats. Marknadsplatsen kan vara organiserad på många skilda sätt. Affärerna kan exempelvis göras upp på ett börsgolv, per telefon eller genom ett automatiskt handelssystem.

För det fall avslut träffas direkt mellan parterna eller deras ombud utanför en börs eller ett handelssystem brukar handeln kallas **OTC-handel** (från det amerikanska uttrycket *Over The Counter* som brukar översättas med "handel över disk") Den fortsatta hanteringen av sådana affärer varierar betydligt. På aktiesidan är det vanligt att en OTC-affär inom viss tidsrymd skall rapporteras in till börsens handelssystem varefter affären fortsättningsvis hanteras som övriga affärer. På penningmarknaden i Sverige har det hittills normalt varit parterna själva som skött om den efterföljande clearing- och avvecklingsprocessen utan medverkan av någon clearingorganisation. Detta förfarande är också det dominerande i andra länder vad gäller affärer med derivatinstrument utanför options- och terminsbörserna, t.ex. icke standardiserade optioner och terminer, svappar och FRA:s, samt även det gängse förfaringssättet i handeln med valuta. Det bör emellertid anmärkas att i Sverige exempelvis ränteterminer handlas direkt mellan parterna, medan clearingens sköts av OM.

Efter avslutet vidtar en kontroll av att parterna är överens om villkoren för affären, såsom art av instrument, priset, mängden och dag för betalning och leverans. Denna kontroll brukar kallas **matchning** (matching, även uttrycken *trade comparison* och *checking* förekommer). Termen matchning kan också beteckna den procedur som består i att köp- och säljorder förs samman till avslut vid handel med standardiserade optioner och terminer eller affärer i automatiska handelssystem för avistatransaktioner.

Matchningen kan administreras av marknadsplatsen eller clearingorganisationen men också skötas av parterna. Förfarandet består i att avslutsinformation rapporteras till parterna som granskar denna. Om parterna är överens om villkoren för affären avslutas matchningen ofta med att affären på ett eller annat sätt låses (*locked-in trade*).

Medlemmar i handels- och clearingsystem utför vanligen affärer inte bara för egen del utan även för andras (kunders) räkning. I vissa system finns en procedur inbyggd för att medlemmarna skall kunna underrätta sina uppdragsgivare, t.ex. institutionella investerare som försäkringsbolag och pensionsfonder, om villkoren för affärerna och därvid ge dessa möjlighet att bekräfta affärerna. Detta led kan kallas **konfirmation** eller bekräftelse (*trade confirmation*, *affirmation*). Enligt Trettio-gruppen skall matchningen vara avklarad dagen efter dagen för själva affären. Detta brukar uttryckas som T+1, vilket innebär *trade day* (affärsdag) plus en dag. Institutionella investerare skall enligt Trettio-gruppen vara med i ett system för avslutskonfirmation (rekommendation 1 om *Trade Comparison* och rekommendation 2 om *Trade Confirmation/Affirmation*).

Efter matchningen och eventuell konfirmation kan leverans och betalning ske. Huvudprincipen för avvecklingen är enligt Trettio-gruppen *Delivery versus Payment*, dvs. leverans mot betalning (rekommendation 5 om *Delivery versus Payment*, *DVP*). Bearbetningen av affärer som

skall avvecklas sker oftast i ett datasystem. Körningarna i datasystemet kan endera ske kontinuerligt under avvecklingsprocessen eller vid vissa tidpunkter genom satsvis bearbetning (batch processing) av de affärer som skall avvecklas. Enligt Trettio-gruppen skall avveckling på avista-marknader ske senast på tredje dagen (bankdagen) efter affärsdagen (T+3). Betalningen skall ske på sådant sätt och i sådan form att betalningsmottagaren kan förfoga över likviden på avvecklingsdagen (rekommendation 7 om T+3 Settlement, rekommendation 6 om Same-Day Funds).

Avvecklingen kan ske genom att varje affär avvecklas för sig (s.k. bruttoavveckling). Det är dock vanligt att clearing- och avvecklingssystem innehåller någon form av **nettning** (utjämning) av leveransförpliktelseerna och/eller betalningsåtagandena. Trettio-gruppen rekommenderar att eventuella fördelar av nettning på en marknad skall studeras och, om dessa studier visar att det är lämpligt, att nettning införs (rekommendation 4 om Trade Netting).

Nettning innebär att parternas krav mot varandra utjämnas. Varje parts förpliktelser reduceras till ett mindre antal, i vissa fall till en nettoposition. Det vanliga är nettning mellan två parter, s.k. **bilateral nettning**. Detta är i princip detsamma som kvittning, låt vara att det inte bara är betalningsförpliktelseerna utan även leveransförpliktelseerna som kan utjämnas. Ofta förekommer emellertid även utjämning av leveransförpliktelser och/eller betalningsåtaganden mellan fler än två parter s.k. **multilateral nettning**.

Ändamålet med nettning är således att reducera antalet transaktioner som behöver slutligt avvecklas. Den multilaterala nettningen utförs vanligen av en clearingorganisation och kan innefatta **substitution**. Detta innebär att clearingorganisationen inträder som motpart till såväl säljare som köpare. Det ursprungliga avtalet ersätts vanligen av nya avtal mellan clearingorganisationen och köparen resp. clearingorganisationen och säljaren (med en juridisk term s.k. **novation**). Även vid bilateral nettning är novation vanligt. Vid bilateral nettning innebär detta att varje ny affär mellan två parter föranleder att det gamla avtalet dem emellan ersätts av ett nytt avtal.

Själva avvecklingen sker genom att den efter nettningen kvarstående skyldigheten att leverera finansiella instrument fullgörs och att likviden för dessa erläggs. Leveransen av instrumenten kan ske genom att dessa rent fysiskt överlämnas av säljaren till köparen. Såväl i Sverige som i andra länder har emellertid utvecklingen inneburit att instrumenten vanligen i stället levereras genom att en överföring sker från säljarens konto till köparens konto i ett **kontosystem** (book-entry system). I ett sådant system finns instrumenten registrerade på konton, och en överföring av en registrering från ett konto till ett annat fyller samma funktion och har i princip samma rättsverkningar som ett överlämnande av instrumenten i fysisk form (tradition).

Ett kontosystem kan beroende på de legala förutsättningarna vara konstruerat så att det i botten finns ett eller flera grundläggande instrument i fysisk form och att registreringarna på konton formellt representerar

andelar av detta instrument. Man brukar då tala om att de underliggande dokumenten är **immobiliserade**, dvs. de har gjorts orörliga. Det eller de värdepapper som utgör bärare av de grundläggande värdepappersrättigheterna är nämligen inte föremål för handel utan ligger vanligen på uppdrag av värdepappersinnehavaren i förvar hos i den för kontosystemet ansvariga organisationens valv. Denna ordning har gett upphov till termen **depository** (värdepappersförvarare/registrerare) för den organisation som ansvarar för registreringssystemet. Vanliga benämningar på det underliggande papperet är s.k. enhetsbrev eller globalpapper (**global certificate**).

För att förenkla hanteringen av utländska finansiella instrument är det vanligt förekommande att handeln med dessa sker genom s.k. **depåbevis** (depository receipt, t.ex. American depository receipt, vanligen benämnda ADR:s). Depåbevisen representerar den rätt som ägaren av bevisen har gentemot den bank (depåbanken) som för hans räkning förvarar t.ex. aktier i ett utländskt bolag. Förvaring av instrumenten för depåbankens räkning kan ske i bank eller hos värdepappersförvarare i instrumentets utgivningsland.

Ett alternativ till immobilisering av instrumenten är att de är **dematerialiserade**, dvs. något underliggande dokument existerar inte utan de rättsverkningar som är förenade med ett finansiellt instrument är helt och hållet knutna till registreringen på konto i ett kontosystem. Skillnaden mellan de båda konstruktionerna är främst av juridisk-teknisk natur, låt vara att de praktiska rutinerna också kan komma att skilja sig åt beroende på vilket system som tillämpas. Den svenska aktiekontolagen bygger på principen om dematerialisering, och detsamma var fallet med den numera upphävda lagstiftningen om penningmarknadskonton.

I detta sammanhang bör anmärkas att den organisation som ansvarar för registrering av finansiella instrument kan ha registrering och förvaring av instrument som enda uppgift i clearing- och avvecklingsprocessen men att organisationen även kan ta större del i processen genom att exempelvis matcha affärerna, räkna ut och netta parternas betalningsåtaganden och leveransförpliktelser, gå in som motpart i affärerna eller på annat sätt garantera affärerna. Trettio-gruppen anser att det bör finnas en **central värdepappersförvarare** (**Central Securities Depository, CSD**) i varje land med huvuduppgift att immobilisera eller dematerialisera så många finansiella instrument som möjligt i ett land för att möjliggöra leveranser av instrumenten i kontosystem (rekommendation 3 om Central Securities Depository). Därutöver kan enligt Trettio-gruppen en central värdepappersförvarare ha ytterligare uppgifter i clearing- och avvecklingsprocessen.

En clearingorganisation kan utöver att ombesörja leveransen av instrumenten också hantera system för avveckling av betalningsåtagandena genom överföring av likviden från köparens konto till säljarens konto. Betalningsåtagandena kan även avvecklas genom andra institutioner, exempelvis banksystemet eller centralbanken.

Under leverans- och avvecklingskedet kan överföringarna av likvider och instrument ha varierande status. Överföringarna kan exempelvis

under dagen vara provisoriska och återkalleliga för att vid en viss tidpunkt bli slutgiltiga och oåterkalleliga. Tidpunkten för leverans kan vara en annan än den för betalning. Dessutom kan det ena ledet av transaktionen ha en annan status än den andra. Så t.ex. kan betalningen vara provisorisk och återkallelig medan överföringen i det andra ledet, leveransen av instrumenten, kan vara slutlig och oåterkallelig.

2.1.3 Nuvarande reglering

Värdepappersmarknaden är ingående reglerad genom bl.a. författningar, myndighetsföreskrifter, börsregler, allmänna avtalsvillkor och rekommendationer från branschorgan. Här skall redovisas de författningar som är av störst betydelse för clearing och avveckling på värdepappersmarknaden.

Aktiekontolagen (1989:827) reglerar möjligheterna att registrera aktier och ensidiga skuldförbindelser samt vissa andra instrument på konton i ett dokumentlöst system med de rättsverkningar som i ett konventionellt system är förenade med besittning till instrumenten. Registret förs av Värdepapperscentralen VPC AB (VPC). Aktiekontolagen kompletteras av lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen och aktiekontoförordningen (1989:845). En utförlig redogörelse för aktiekontolagens regler finns i avsnitt 6.1. Redan här kan dock nämnas att aktiekontolagen (AKL) inte innehåller några direkta regler om clearing och avveckling. Sådana regler fanns inte heller i den numera upphävda lagen (1991:195) om penningmarknadskonton. I den senare lagen fanns emellertid regler som gav stöd för PmC:s multilaterala nettning och legalpant.

Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet reglerar främst marknadsplatserna och möjligheterna att få auktorisation som börs eller marknadsplats för handel med finansiella instrument men innehåller även regler om clearing av optioner och terminer. I 1 kap. 1 § föreskrivs att clearingverksamhet endast får bedrivas av företag som fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag. I samma kapitel 4 § definieras clearingverksamhet, clearingorganisation och clearingmedlem. Clearingverksamhet omfattar enligt lagen endast sådan verksamhet som består i att yrkesmässigt i options- eller terminsavtal träda in som part eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs. Kapitel 8 behandlar bl.a. förutsättningarna för att få tillstånd som clearingorganisation. I 1 § föreskrivs att en clearingorganisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. Därvid skall clearingorganisationen tillämpa principerna om fritt tillträde och neutralitet. I 2-4 §§ anges vilka ytterligare krav som skall vara uppfyllda för att ett företag skall få tillstånd att driva clearingverksamhet. I 5 § föreskrivs att en clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingverksamheten. Slutligen, i 6 och 7 §§, anges bl.a. vilka som får bli clearingmedlemmar och förutsättningarna för att medlemskap skall upphöra.

Kapitel 9 innehåller bestämmelser om clearingorganisations verksamhet, varvid bl.a. kraven på säkerhet behandlas i 2-5 §§. Vilka sidoverksamheter en clearingorganisation får bedriva, med eller utan tillstånd från Finansinspektionen, framgår av 6 §. I 7 § anges att en clearingorganisations förvärv av aktier eller andelar i företag kräver Finansinspektionens tillstånd om förvärvet ingår som ett led i organisationen av verksamheten. Lagen avslutas med gemensamma bestämmelser för börs- och clearingverksamhet i kap. 10-12. I 11 kap. finns bestämmelserna om Finansinspektionens tillsyn av företag med auktorisation eller tillstånd enligt denna lag.

Värdepappersbolagens (tidigare fondkommissionärer) verksamhet är sedan den 1 augusti 1991 reglerad i lagen (1991:980) om värdepappersrörelse.

Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd bör nämnas i detta sammanhang. Bland annat har inspektionen utgivit allmänna råd angående ansökan om tillstånd att vara kontoförande institut i det s.k. VP-systemet (BFFS 1989:15) och om att få tillstånd att bedriva clearingverksamhet enligt lagen om börs- och clearingverksamhet (FFFS 1992:21). Vidare omfattar föreskrifterna angående handel och tjänster på värdepappersmarknaden bl.a. värdepapperslån och återpantsettning av finansiella instrument (FFFS 1992:1).

2.2 Utvecklingen av kontosystem samt clearing och avveckling

Ett inledande steg mot en modernisering av den svenska värdepappershanteringen togs 1971 när lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering trädde i kraft. Syftet med lagen var att med hjälp av ADB-teknik förenkla den fysiska hanteringen av aktier bl.a. i fråga om distribution av utdelning och emissionsbevis. Genom lagen gavs aktiebolag, bankaktiebolag och försäkringsbolag möjlighet att ansluta sig till den förenklade aktiehanteringen. Denna hantering skulle administreras genom VPC, som startade sin verksamhet samtidigt som lagen trädde i kraft.

För de bolag som anslöt sig till den förenklade aktiehanteringen förde VPC aktieboken och prövade även frågor om införing i boken. Vidare sände VPC ut aktiebrev, utdelningar och teckningsrätter samt svarade för utbyte av aktiebrev. Det ankom även på VPC att utfärda aktiebrev. För att underlätta denna hantering använde sig VPC av datateknik. År 1982 möjliggjordes inom förvaltarregistreringens ram en aktiebrevslös hantering. Förvaltaren kunde nämligen för förvaltarregistrerade aktier medge att aktiebrev inte utfärdades.

Under denna tid genomfördes avvecklingen av aktieaffärer på Stockholms fondbörs enligt följande schema. Aktier och andra fondpapper som hanterades av VPC skulle senast kl. 14.30 andra dagen efter avslut lämnas till VPC med instruktion till VPC att lämna ut papperet till köparens fondkommissionär på de villkor som angavs i instruktionen. Senast samma dag skulle köpkommissionären instruera VPC om de ågare

på vilka den inköpta posten skulle registreras. VPC matchade därefter sälj- och köpkommissionärernas instruktioner mot varandra. Instruktionerna stämde inte alltid överens vilket gav upphov till leveransförseningar. Det var vidare inte ovanligt med försenade leveranser av aktiebrev från säljarens kommissionär. På tredje dagen efter avslut verkställde VPC omregistreringar i aktie- och skuldböckerna på basis av den matchning som skett. I samband med omregistreringen makulerades de gamla aktiebrev och skuldebrev och nya brev framställdes för de nya ägarna. De nya breven tillhandahölls köpkommissionären på den fjärde dagen efter avslut på VPC:s värdepappersexpedition i Stockholm. På den femte dagen fullbordades affären genom att likvid erlades mellan fondkommissionärerna. Denna dag kunde också köparen mot erläggande av betalning avhämta aktiebrev eller skuldebrev hos köpkommissionären. För att skydda sig kunde köpkommissionären givetvis ta betalt i förskott. Om så inte var fallet och köparen inte betalade aktuella brev kunde köpkommissionären antingen själv överta posten som köpare eller utnyttja sin legala panträtt (se prop. 1987/88:108 s. 14-16).

Även på den snabbt växande penningmarknaden avvecklades affärerna under denna tid genom att parterna fysiskt levererade värdepapperen.

Under 1980-talet skedde en markant förändring av den svenska värdepappersmarknaden. Denna har beskrivits i bl.a. propositionerna om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m. (prop. 1990/91:142) och om ny börslagstiftning m.m. (prop. 1991/92:113). Utvecklingen kännetecknas bl.a. av ökad omsättningen och aktivitet på marknaden.

Mot denna bakgrund framstod den pappersbaserade hanteringen av värdepapper som både omodern och ineffektiv. Den medförde också stora problem. Enligt proposition 1987/88:108 om ett kontobaserat system för registrering av aktier m.m. (den s.k. princippropositionen) förelåg följande problem med den pappersbaserade värdepappershanteringen (se s. 17 och 18). Den var kostsam och tidskrävande. I flera avseenden var den också föga rationell. Tidsförluster medförde leveransförseningar. Tryckningskostnaderna var betydande. Vidare måste åtgärder vidtas mot risker för förlust av värdepapperen. De måste förvaras i valv eller kassaskåp, transporteras med speciella skyddsåtgärder och över huvudtaget handhas med stor varsamhet i affärssystem till förebyggande av rättsförluster. Betydande risker var således förknippade med den fysiska hanteringen.

Ett omfattande arbetet påbörjades i Sverige i mitten av 1980-talet för att lösa problemen med den pappersbaserade, ineffektiva hanteringen av affärer på värdepappersmarknaden. Förebild för ett kontobaserat system för registrering av värdepapper fanns på nära håll eftersom Danmark 1983 hade infört ett sådant system för registrering av obligationer. Det danska systemet var i full drift avseende obligationsmarknaden året därpå. Med det danska systemet som förebild infördes 1985 även i Norge ett kontobaserat system för hantering av aktier och obligationer.

Det kontobaserade systemet för aktier m.m.

I VPC:s regi tillsattes hösten 1984 en utredning rörande möjligheterna att införa ett kontobaserat system för registrering av aktier m.m. Denna utredning lade i september 1986 fram ett förslag till ett nytt sådant system jämte författningsförslag. Utredningens förslag remissbehandlades och efter remissbehandlingen vidareutvecklades och kompletterades utredningsförslaget av VPC. I den ovan nämnda princippropositionen presenterades förutsättningarna och riktlinjerna för ett kontobaserat system för registrering av aktier m.m.

Lagen om förenklad aktiehantering ersattes 1987 med en ny lag (1987:623) om förenklad aktiehantering. Den nya lagen omfattade enbart regler om VPC och VPC:s verksamhet medan övriga regler i den gamla lagen fördes över till aktiebolagslagen, bankaktiebolagslagen och försäkringsrörelselagen.

Principproposition antogs av riksdagen i december 1988 (1988/89:NU3, rskr. 62 och 63). Med denna proposition som grund fortsatte därefter arbetet vid VPC och inom Justitiedepartementet på ett kontobaserat system för registrering av aktier. Detta arbete ledde fram till ett förslag om en aktiekontolag i propositionen 1988/89:152 Kontobaserat system. Genom denna lag samlades reglerna om det kontobaserade systemet i en särskild lag. En genomgång av aktiekontolagens bestämmelser återfinns i avsnitt 6.1.2. Några bestämmelser om clearing och avveckling infördes inte i aktiekontolagen. Däremot behandlades i propositionen likvidhanteringsrutinerna i det nya systemet (prop. 1988/89:152 s. 154-162).

Problemen på penningmarknaden

I mitten av 1980-talet påbörjades också ett arbete med att finna rationella former för konförföring, clearing och avveckling på penningmarknaden. År 1985 bildades ett särskilt bolag, PenningmarknadsCentralen AB, med denna marknads intressenter som delägare. Tanken var att genom ett datoriserat system sammanföra värdepappershanteringen till en central depå med ägarregister. Under utvecklingsarbetet framfördes krav på att registret hos PmC skulle kopplas ihop med ett likvidhanteringssystem. Utvecklingen av systemet stötte emellertid på betydande problem. Dessa uppstod bl.a. därför att systemet förutsatte en masshantering av transaktioner som tekniskt var svåra att centralt hantera. Bolagets förmåga att svara för eventuella förluster ansågs också av berörda placerare vara för svag. Till följd av osäkerheten om systemets tekniska kapacitet ställde sig delägarna i bolaget också avvisande till ett obegränsat garantiåtagande för bolagets förpliktelser. Med anledning härav beslutades i september 1986 att projektet skulle avbrytas. I stället bildades ett konsortium med uppgift att göra en förutsättningslös utredning av ett nytt penningmarknadssystem för hantering av penningmarknadsinstrument.

Konsortiet bestod av Riksbanken, Riksgäldskontoret, banker, fondkommissionsbolag, försäkringsbolag och stadshypoteksskassan. En arbetsgrupp utarbetade på konsortiets uppdrag ett principförslag — En ny penningmarknadscentral 1987-10-06. Detta förslag följdes av ett detaljerat

förslag i form av en Huvudstudierapport som offentliggjordes i maj 1988. Efter det att denna studie hade diskuterats av intressenterna bildades PenningmarknadsCentralen PmC AB och ett projektutvecklingsarbete påbörjades för det nya systemet. En promemoria 1989-03-13 som bl.a. innehöll författningsförslag jämte motiv utarbetades av en arbetsgrupp för juridisk översyn. På Finansdepartementets uppdrag anlade justitierådet Johan Munck synpunkter på den rättsliga regleringen av den planerade verksamheten vid PmC (Ds 1990:26 Lagreglering angående Penningmarknadscentralen).

Följande principer för PmC:s verksamhet hade 1990 utkristalliserats. Systemet byggde på att instrumenten, främst stats- och bostadspapper, skulle dematerialiseras hos PmC. Direkt tillgång till PmC skulle endast de större aktörerna ha. Övriga aktörer var hänvisade till att anlita en bank eller fondkommissionsbolag som placerarombud. De större aktörerna skulle ha on-line förbindelse med PmC och de gjorda affärerna skulle matchas omedelbart. Likvid och leverans skulle ske vid samma tidpunkt och likviderna skulle regleras efter nettning mellan aktörerna i systemet. Säkerhet skulle ställas av aktörerna för riskerna i handeln, främst ränterisken. Värdepapper utan kreditrisk skulle utnyttjas som säkerhet. Avsikten var också att PmC skulle garantera de affärer som bolaget godkänt.

Arbetet med PmC-projektet ledde till att riksdagen våren 1991 antog lagen (1991:195) om penningmarknadskonton som skulle stödja det planerade systemet för penningmarknaden. Denna lag var i åtskilliga avseenden anpassad till vad som gällde beträffande det kontobaserade systemet enligt aktiekontolagen. I lagen fanns emellertid dessutom bestämmelser om likvidhanteringsförfarandet. Det skulle ankomma på PmC att utjämna leveransförpliktelse och likvidutväxlingen skulle ske över riksbanksclearingen. Vidare fanns regler om likvidansvar och om panträtt. Någon detaljerad reglering av clearingen fanns dock inte. Motivet härför var att detta förfarande var så utpräglat tekniskt att det inte behövde regleras av särskild lagstiftning utan kunde lämpligen grundas på avtal mellan intressenterna (prop. 1990/91:106 s. 39).

Lagen om penningmarknadskonton trädde emellertid aldrig i kraft. Avsikten var att PmC skulle starta sin verksamhet under första halvåret 1991. Sedan bl.a. Bankinspektionen haft synpunkter på PmC-systemet beslöt PmC:s styrelse i maj 1991 att skjuta på den planerade driftstarten. Vid en extra bolagstämma i juli 1991 beslöts att utse bankdirektören i Svenska Handelsbanken Morgan Abrahamsson till styrelseordförande i bolaget samt att denne skulle utvärdera PmC-systemets fortsatta status. Morgan Abrahamsson fann i sin utredning att PmC hade förbrukat praktiskt taget hela det av ägarna investerade kapitalet på 225 miljoner kronor och att ytterligare kapital i storleksordningen 150-200 miljoner kronor skulle behöva tillskjutas av ägarna samt att de årliga driftskostnaderna för PmC kunde beräknas till ca 90 miljoner kronor. Morgan Abrahamsson ansåg att priset för att färdigutveckla och driva PmC var oacceptabelt högt och föreslog bolagstämman att PmC skulle läggas ned. Så blev

också fallet och numera är lagarna med anknytning till det kontobaserade penningmarknadssystemet upphävda (SFS 1992:1311).

Verkställande direktören i PmC Lars Aspling har som förut nämnts för utredningens räkning beskrivit principerna för PmC:s riskhantering i en promemoria vilken utgör bilaga 2 till detta betänkande.

Clearing på derivatmarknaden

År 1985 startade OM (tidigare Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB, numera OM Stockholm AB, se vidare avsnitt 2.5) handel och clearing med standardiserade aktieoptioner. Därefter har OM introducerat en rad nya derivatinstrument. OM följdes två år senare av en ny derivatbörs, nämligen Sweden's Options and Futures Exchange AB (SOFE). Hos OM är funktionerna handel och clearing integrerade i samma företag. SOFE var enbart marknadsplats medan clearing bedrevs i ett av SOFE helägt dotterbolag, Stockholms Clearinghus AB. Man kan något förenklat säga att med OM och SOFE:s dotterbolag fick Sverige sina första moderna clearingorganisationer. SOFE är numera nedlagt.

Handeln med optioner och terminer omfattades inte av det dåvarande monopolet för Stockholms fondbörs och var inte reglerad i någon författning. En särskild utredare, nuvarande departementsrådet Magnus Lundeberg, fick i början av år 1987 i uppdrag av regeringen att se över handeln med optioner. I betänkandet *Handel med optioner och terminer* (SOU 1988:13) kartlades handeln med standardiserade derivat. Det lämnades också ett förslag till vilka regler som borde gälla för handeln. Beträffande organisationen av handeln med optioner och terminer lade utredaren inte fram något förslag med hänvisning till att denna fråga var beroende av hur värdepappersmarknaden i övrigt var reglerad och att Värdepappersmarknadskommittén utredde dessa förhållanden.

Värdepappersmarknadskommittén fick genom tilläggsdirektiv i uppdrag att se över organisationen och regleringen av optionsmarknaden. I Värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden och framtiden behandlas börshandel med standardiserade optioner och terminer samt clearing och avveckling av sådana instrument.

En lagreglering av options- och terminshandeln genomfördes 1991 genom lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (prop. 1990/1991:142). Lagstiftningen avsåg i detta avseende sådana optioner och terminer som var föremål för handel på en reglerad marknad eller föremål för clearingverksamhet. Krav på betryggande säkerhet uppställdes för gjorda åtaganden i denna handel och detta krav fick av en clearingorganisation efterges endast om det var uppenbart att sådan säkerhet inte behövdes. Beslut om eftergift av säkerhetskravet fick dessutom inte tillämpas innan det hade godkänts av Finansinspektionen.

I proposition 1991/92:113 om ny börslagstiftning m.m. lade regeringen fram förslag till utvidgade regler för företag som bedrev clearingverksamhet avseende optioner och terminer. I propositionen föreslogs också att bestämmelserna om optioner och terminer i lagen om handel om finansiella instrument skulle föras över till den nya lagen om börs- och

clearingverksamhet. Så skedde också. Lagen om börs- och clearingverksamhet trädde i kraft den 1 januari 1993. Denna lag innehåller bl.a. definitioner av clearingverksamhet, clearingorganisation och clearingmedlem (1 kap.), förutsättningar för att en clearingorganisation skall få tillstånd att driva verksamhet (8 kap.) och regler för en clearingorganisations verksamhet (9 kap.). I avvaktan på denna utrednings arbete skedde endast en reglering av clearingverksamhet avseende optioner och terminer (se prop. 1991/92:113 s. 122).

Förhållandena hösten 1993

Huvuddelen av aktiehanteringen på den svenska aktiemarknaden sker i ett kontobaserat värdepapperssystem, VP-systemet, vilket handhas av VPC. Systemet bygger på aktiekontolagen och innebär att de rättsverkningar som var förbundna med besittningen av själva värdepapperet i stället har knutits till registreringen på ett konto. VP-systemet innehåller även vissa clearingfunktioner. VPC tar fram uppgifter om vilka likvider som skall erläggas för gjorda affärer och kontrollerar att likvid erlagts innan leverans av sålda värdepapper sker i VP-systemet. Likvidhanteringen sker emellertid i tiden först mellan bankerna och värdepappersbolagen för att därefter slutligt regleras över riksbanksclearingen. VPC har inte något direkt eget ansvar för likvidavvecklingen av affärerna. I avsnitt 2.3.3 och 4 redogörs för VPC och VPC:s likvidhanteringssystem och i avsnitt 2.6 för riksbanksclearingen.

I skrivande stund, hösten 1993, sker avvecklingen av viss del av affärerna på penningmarknaden fortfarande genom utbyte av likvider och värdepapper direkt mellan parterna. För detta utbyte finns det ett manuellt värdepapperssystem (MVPS). Detta system beskrivs i avsnitt 2.4.2.

Beslutet att lägga ned PmC hösten 1991 innebar att frågan om ett modernt konto- och clearingsystem för penningmarknaden inte var löst. Flera organisationer anmälde intresse för att ta över viss del eller hela clearingen och avvecklingen på penningmarknaden.

VPC har lanserat en penningmarknadsclearing som i huvudsak bygger på samma principer som gäller för VPC:s kontoföring, clearing och avveckling av aktier och aktierelaterade instrument. I utlåtande den 25 maj 1993 förklarade Finansinspektionen att ingen erinran fanns mot att VP-systemet används för kontobaserad hantering av penning- och obligationsinstrument i enlighet med VPC:s förslag avseende konton med avtal. En omläggning av penningmarknadsinstrument till VPC:s kontosystem påbörjades under senhösten 1993 och denna omläggning har fortsatt under hösten. En redogörelse för VPC:s system för clearing och avveckling av penningmarknadsinstrument återfinns i avsnitt 2.4.3.

Postgirot har i samarbete med den internationella clearingorganisationen Cedel satt upp bolaget SwedeSettle. Detta bolags system för avveckling bygger i väsentliga delar på samma principer som Cedel tillämpar. En redogörelse för SwedeSettle återfinns i avsnitt 2.4.4 OM har de senaste åren börjat med clearing och avveckling även av sådana instrument som

OM inte utgör handelsplats för, främst ränteterminer, men OM erbjuder även clearingtjänster avseende andra instrument såsom svappar och FRA:s. Även OM har anmält intresse för kontoföring, clearing och avveckling av statsskuldväxlar och andra instrument på penningmarknaden. I avsnitt 2.5.2 föreligger en redogörelse för OM:s system för clearing och avveckling. I avsnitt 2.6 beskrivs slutligen riksbanksclearingen.

2.3 Clearing på aktiemarknaden

2.3.1 Allmänt

Lagen om Stockholms fondbörs från 1979 gav börsen ensamrätt att driva fondbörsverksamhet i Sverige. Denna monopolställning som i praktiken funnits även före 1979 upphävdes den 1 januari 1993 genom den nya lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. I samband med att börsmonopolet togs bort i lagstiftningen ombildades Stockholms fondbörs till ett aktiebolag, Stockholms Fondbörs AB, som övertog börsverksamheten. Efter ombildningen och en nyemission riktad till börsmedlemmarna och de bolag som emitterat fondpapper för notering vid börsen fick Stockholms Fondbörs AB sammanlagt 142 aktieägare. De största aktieägarna är S-E Banken (9,8%), Nordbanken inkl. Carnegie Fondkommission (7,6%) och Handelsbanken (7,4%). För tiden fram till 1993 års utgång har samtliga aktieägare förbundit sig att se till att aktierna inte lämnar kretsen av börsmedlemmar och företag med noterade fondpapper. Därefter finns inga restriktioner för handel med aktierna, som alla har samma röstvärde. Stockholms Fondbörs har numera en styrelse på sex personer inkl. börschefen.

Stockholms Fondbörs AB (nedan fondbörsen) är den dominerande marknadsplatsen för handel med aktier i Sverige. På fondbörsen sker handel med utöver aktier även aktierelaterade instrument såsom konverteringslån, köp- och teckningsoptioner. Handeln med obligationslån sker till den allt övervägande delen på den s.k. penningmarknaden (se avsnitt 2.4). Viss handel med obligationer sker dock i fondbörsens system för obligationshandel, SOX. Marknadsplats i Sverige för handel med standardiserade aktieoptioner och aktieterminer är emellertid OM Stockholm AB. En genomgång av OM:s verksamhet finns i avsnitt 2.5.

Under 1992 registrerade börsen en omsättning för aktiehandeln på drygt 175 miljarder kronor, varav 166 miljarder utgjorde omsättningen på A-listan. I genomsnitt gjordes under 1992 ca 3200 avslut till ett samlat värde av i genomsnitt 660 miljoner kronor varje börsdag. Omsättningen och den dagliga volymen ökade starkt under 1992 års två sista månader. Ökningen har fortsatt under 1993 och antalet dagliga avslut steg första kvartalet 1993 till 5 000.

För att få tillträde till en börs krävs enligt 2 kap. lagen om börs- och clearingverksamhet börsmedlemskap. En börs får som medlemmar ha endast Sveriges riksbank, värdepappersinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt 1 kap 3 § 1, 2 eller 3 lagen (1991:981) om

värdepappersrörelse samt utländska företag som i sitt hemland har rätt att delta i börshandel av liknande slag och som står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ. Det fanns i mars 1993 26 börsmedlemmar, varav 10 banker och 16 värdepappersbolag.

Sedan 1989 bedrivs handeln vid fondbörsen i det datoriserade SAX-systemet (Stockholm Automated Exchange). Börsmedlemmarnas börsombud (150-200 till antalet) är inte längre fysiskt närvarande på börsen utan deltar i handeln via datorer från valfri plats. Anslutna till SAX-systemet är medlemmar i Stockholms Fondbörs som ingått avtal med fondbörsen om att handla via SAX. De SAX-an slutna medlemmarna skall använda sig av godkänd personal, s.k. SAX-ombud.

De grundläggande bestämmelserna för börshandel finns i 4 kap. 2-4 §§ i lagen om börs- och clearingverksamhet. Dessa regler kompletteras av börsens egna regler för hur handeln vid börsen skall gå till. Det bör särskilt anmärkas att det i förarbetena till lagen om börs- och clearingverksamhet anges att dessa regler lämpligen bör innehålla anvisningar om hur clearing och avveckling av utförda affärer vid börsen är organiserad (prop. 1991/92:113 s. 72).

I SAX-systemet finns det tre sätt att få avslut till stånd: automatiskt avslut (kallas av fondbörsen för automatisk matchning), manuell registrering samt acceptförfarande. Avslut i börsposter kan ske automatiskt eller manuellt. Handeln i småposter sker genom automatiskt avslut. I blockorder-handeln sker avsluten manuellt. Det bör observeras att SAX-systemet inte medger val av motpart. Fördelningen av köp- och säljorder sker genom kurs- och tidsprioritering. Om en mäklare har både köp- och säljorder på en kurs där avslut sker prioriteras inbördes avslut framför huvudregeln.

Handeln i SAX-systemet sker i två faser. Under den förberedande fasen i **öppningsförfarandet** sker avgivande och/eller borttagande av order inför marknads öppning. Vid marknads öppning sker stegvis — i visst antal bolag åt gången — beräkning av öppningskurs, spridning av information om öppningskurs, sammanförande av order om öppningskurs och spridning av information om orderbokens utseende efter gjorda avslut. Order som inte sammanförts till avslut vid marknads öppning överförs till orderboken i den kontinuerliga handel. Den andra fasen, **kontinuerlig handel**, påbörjas i resp. aktieslag direkt efter marknads öppning.

Reglerna för handeln föreskriver att order om 20 börsposter (ca 0,3 miljoner kronor) eller färre sammanförs till avslut via SAX-orderbok. Inbördes affärer, avslut med villkor som avviker från standard beträffande tidpunkt för leverans och för likvid, avslut med utländsk motpart samt avslut där säljaren förbehåller sig rätten till utdelning får utföras vid sidan av SAX-orderbok. Börschefen kan i enskilda fall medge undantag från nu nämnda regler om handel via SAX-orderbok. Vidare anger reglerna avseende de mest omsatta aktierna att order om 500 börsposter eller färre skall sammanföras till avslut inom kursintervallet (kursintervall, ett intervall från och med högsta köpkurs till och med den lägsta säljkurs, som vid var tid är registrerade i SAX-orderbok för visst aktieslag). Beträffande övriga aktier gäller samma regel för order om 250

börsposter eller färre. Avslut med villkor som avviker från standard beträffande tidpunkt för leverans och för likvid, avslut med utländsk motpart samt avslut där säljaren förbehåller sig rätten till utdelning får utföras vid sidan av kursintervall, även om sådana avslut är inbördes affär eller avser ett aktieantal som är lika med eller understiger ovan nämnda börsposter. Börschefen kan även medge undantag i enskilt fall.

Samtliga avslut som sker vid sidan av SAX-orderbok skall rapporteras av köparen och godkännas av säljaren eller rapporteras som inbördes affär. Sådan rapportering skall göras snarast, dock senast inom 5 minuter från det avslut skett. Rapportering av avslut som skett under tid SAX-systemet är stängt skall ske senast 30 minuter före marknadens öppning närmast följande börsdag.

Vid affär i SAX-orderbok meddelar börsen berörda börsombud vem som är motpart. Rör det sig om en affär utanför systemet (s.k. efteranmäld affär) är matchningen av affären avklarad när börsombudet inrapporterar affären till börsens SAX-system.

2.3.2 Clearing och avveckling

De svenska börsnoterade aktierna är registrerade hos VPC i det kontobaserade VP-systemet. VPC administrerar clearingen och avvecklingen av affärerna med svenska värdepapper och även några utländska värdepapper som handlas på fondbörsen. Beträffande övriga utländska värdepapper som handlas i Sverige kan hänvisas till avsnitt 2.7 om gränsöverskridande handel. Några direkta regler om clearing och avveckling beträffande denna handel finns inte i dag. Däremot innehåller propositionen om det kontobaserade systemet som förut nämnts riktlinjer för rutiner vid likvidhanteringen i VP-systemet (prop. 1989:152 s. 153-162).

Beträffande tidsschemat för clearing och avveckling kan inledningsvis nämnas att avvecklingen av affärer på aktiemarknaden fr.o.m. hösten 1992 (7 september 1992) skall ske tre dagar efter avslutsdagen (T+3) mot tidigare T+5.

Huvuddragen i VP-systemet för aktiemarknaden är följande (beträffande det nya systemet för penningmarknaden, se avsnitt 2.4.3). Leverans av aktier och andra instrument sker genom omregistreringar mellan VP-konton. Någon nettning av leveransåtagandena sker inte utan avveckling av leveranserna sker enligt principen affär för affär. Avvecklingen av leveransåtagandena sker i tiden efter det likviderna för affärerna har avvecklats. Likvidutväxlingen sker enligt de ovan berörda principerna från propositionen om det kontobaserade systemet. VPC räknar således ut ett slutligt likvidunderlag som skall finnas tillgängligt på avvecklingsdagens morgon. Ett netto beräknas för varje kontoförande institut (KI). Den slutliga likvidavvecklingen sker i riksbanksclearingen. KI som inte är clearingbank måste därvid utnyttja en likvidbank och skaffa garantiåtaganden som säkerställer likvidutbetalning upp till ett visst belopp, den s.k. grundgarantin. För det fall grundgarantin inte täcker det belopp ett KI netto skall erlägga måste institutet skaffa en tilläggsgaranti för den

aktuella dagen. Figur 2:1 nedan utvisar avvecklingsschemat för aktie-marknad.

Figur 2:1

Avvecklingsschema

S-3	S-2	S-1	S
Avslut på börsen KI registrerar bokningsunderlag i daglig journal	KI kan komplett- era registreringar och justera fel- aktiga boknings- underlag i daglig journal	VPC stänger dag- lig journal för inrapporteringar klockan 17.00	7.30 Likvidutväx- lingsunderlag 10.00 Tilläggsgarantier 12.00 Likvidav- veckling 12.15 Värdepappers- avveckling

Hur kan då en affär gå till? Nedan ges exempel på en kommissionsaffär och en affär i fast räkning.

Vid en kommissionsaffär erhåller värdepappersinstitutet som tillika är kontoförande institut ett köp- eller säljuppdrag från kunden. Det bör observeras att för det fall det är fråga om ett säljuppdrag kan KI kontrollera direkt i VP-systemet om kunden har aktierna ifråga. Vid ett avslut träffar värdepappersinstitutet avtal om köp av aktierna på börsen i SAX-systemet. Därefter sker kontroll av uppgifterna om affären med motparten sedan meddelande erhållits från börsen om affären och motpart/annat KI. En avräkningsnota upprättas avseendet köpet som sänds till kunden.

Värdepappersinstitutet registrerar kundens köp av aktierna i daglig journal i VP-systemet. Registrering kan ske av kommissionspant men i praktiken är det inte särskilt vanligt. Likviden mellan KI och motparten noteras i VPC:s likvidhanteringssystem. Motparten registrerar affären med likalydande villkor som KI registrerat. I VPC:s likvidhanterings-system noteras att motparten skall erhålla visst belopp av KI för att registrering av förvärvet skall äga rum. Affären får status väntande eller klar beroende på om motparten har leveranskapacitet (klar) eller inte.

Dagen före avvecklingsdagen kl. 17.00 fryses VP-systemet och inga flera affärstransaktioner kan registreras. KI är därefter skyldigt att erlagga likvid för kunden och KI:s likvidbank är skyldig att erlagga likvid intill ställd grundgaranti. Under natten före avvecklingsdagen tar VPC fram det slutliga likvidunderlaget som skall finnas tillgängligt kl. 08.30 på avvecklingsdagen. Kl. 10.00 utgör sista tidpunkt för inrapportering till VPC:s likvidkontroll att tilläggsgarantin är ställd om sådan behövs.

I riksbanksclearingen överförs nettolikviden från KI:s likvidbank till motpartens likvidbank (se avsnitt 2.6). Levererans av aktieposten, enligt schemat kl. 12.15, sker genom att förvärvet överförs från daglig journal och registreras på köparens VP-konto.

En affär i fast räkning innebär att en kund köper aktier av ett värdepappersinstitut, tillika KI, som innehar de aktier köpet avser sedan tidigare, t.ex. i eget lager. Avslutsdagen erhåller KI uppdraget att köpa

av kunden och avslut träffas mellan kunden och KI. En avräkningsnota upprättas till kunden. KI registrerar affären i VP-systemet där registrering av förvärvet och försäljningen sker i daglig journal och affären får status klar. Dagen före avvecklingsdagen kl. 17.00 fryses VP-systemet och KI är bundet av affären.

Avvecklingsdagen sker överföring av aktierna från daglig journal och registrering på kundens VP-konto. Kunden är skyldig att erlägga likvid till KI.

2.3.3 VPC

VPC tillkom 1971 i samband med att lagen om förenklad aktiehantering trädde i kraft. Ursprungligen ägdes VPC av staten och fondhandeln i lika delar. Ägarkretsen utökades dock när det kontobaserade systemet togs i bruk. För närvarande äger staten 50 % (A-aktieägare), fondhandeln 25 % (B-aktieägare) samt Industriförbundet och Stockholms Handelskammare 25 % (C-aktieägare). De sistnämnda representerar emittenterna i VP-systemet. Ägarförhållandet regleras i ett konsortialavtal mellan de tre ägargrupperna. VPC:s aktiekapital uppgår efter en fondemission 1993 till 12 miljoner kronor och det egna kapitalet uppgick vid 1992 års utgång för koncernen till drygt 22 miljoner kronor. Därutöver har de tre ägargrupperna lämnat garantier till VPC uppgående till 200 miljoner kronor, varav statens andel utgör 100 miljoner kronor. Vidare har de VPC-anslutna emittenterna lämnat emittentgarantier på sammanlagt 300 miljoner kronor.

Av VPC:s årsredovisning för 1992 framgår bl.a. följande. (Siffrorna inom parentes utgör motsvarande siffra för 1991.) Intäkterna från rörelsen uppgick till drygt 271 miljoner kronor och VPC visade en vinst på knappt 8 miljoner kronor. (471 000 kr). Under året anlätades VPC av 503 (542) emittenter. Aktier registerfördes för 445 (477) avstämningsbolag och antalet räntebärande värdepapper som var registrerade i systemet uppgick till 508 (427). Därutöver registerfördes ett fyrtiotal andra instrument såsom depåbevis och vinstandelsbevis. Antalet ägare med registrerade värdepappersinnehav uppgick vid årets slut till ca 1 986 000 (1 695 000). Totalvolymen för av- och inregistreringar blev ca 2,9 miljoner transaktioner, en minskning med 6 % i förhållande till 1991. Genom VP-systemet utbetalades 34,7 miljarder kronor i utdelningar, räntor och kapitalutbetalningar.

Vid clearingen och avvecklingen går VPC till skillnad från exempelvis OM inte in som central motpart. Till skillnad från vad som var avsett beträffande PmC lämnar VPC inte heller några garantier för de affärer som skall avvecklas. Inte heller på något annat sätt, t.ex. genom förmedling av värdepapperslån eller kredit, tar VPC något eget ansvar för förpliktelseernas fullgörande. VPC är främst ansvarig för det kontobaserade systemets funktion och redan därigenom intar VPC en viktig position på den svenska värdepappersmarknaden. Beträffande clearing och avveckling kan VPC:s roll närmast beskrivas som en administratör av

avvecklingsprocessen. I denna process ligger ansvaret för att åtagandena fullgörs på parterna.

2.3.4 VPC:s likvidhanteringsystem

I aktiekontolagen finns regler om hur kontoföringen i VP-systemet skall gå till och i lagen anges bl.a. rättsverkningarna av en registrering. VP-systemet bygger på att någon leverans av instrument inte kan ske (omregistrering på konto) förrän likvid erlagts. Vidare kan inte leverans ske om täckning för åtagandet att leverera instrument inte finns på säljarens VP-konto. Något negativt saldo eller innehav kan inte noteras i VP-systemet.

Likvidhanteringen och likvidavvecklingen som sker i tiden före avvecklingen av leveransförpliktelse intar således en central ställning för säkerheten i VP-systemet. De grundläggande principerna för detta system finns beskrivna i propositionen om det kontobaserade systemet (prop. 1988/89:152 s. 153-162). Även i princippropositionen (prop. 1987/88:108 s. 41-43) berördes likvidhanteringen.

Ett kontoförande instituts skyldigheter i likvidhanteringsystemet, utöver avtalsförpliktelse mot motparterna i transaktionerna, framgår av anslutningsavtalet och de villkor som Finansinspektionen ställer upp för tillstånd att vara KI. I Finansinspektionens allmänna råd till fondkommissionärer m.fl. som avser att ansöka om tillstånd att vara kontoförande institut i det s.k. VP-systemet (BFFS 1989:15) anges inspektionens krav avseende ett KI:s ekonomiska styrka, tekniska kapacitet och organisation samt kompetens. Vid tillståndsbeslutet föreskriver inspektionen att ett KI fortlöpande skall uppfylla dessa krav. Vidare föreskriver inspektionen i beslutet att till komplettering av anslutningsavtalets bestämmelser om likvidhantering skall, i tillämpliga delar, gälla vad som angivits angående likvidhantering och garantier i en bilaga till beslutet. Denna bilaga innehåller bl.a. föreskrifter hur likvidhanteringen skall ske, vilka garantier som skall ställas, vilka rutiner som skall iaktas när brister föreligger avseende garantier eller betalningar och vilka rutiner som skall iaktas vid försenad avveckling.

I VP-systemet sker leveransen av värdepapper efter det att likviderna erlagts. Den slutliga likvidavvecklingen sker i riksbanksclearingen. För att säkerställa att omregistrering, eller med andra ord leveransen av värdepapper i kontosystemet, inte sker förrän likviderna har erlagts krävs att ett likvidunderlag fastställs och finns tillgängligt för de deltagande instituten. Detta likvidunderlag är baserat på de kontoförande institutens registreringar av köp och försäljningar i VP-systemet. Varje KI som inte är clearingbank skall för likvidavvecklingen ha en likvidbank med rätt att delta i riksbanksclearingen. Likviderna för registrerade affärer avvecklas i riksbanksclearingen via VPC:s konto i Riksbanken. Ett netto per likvidbank avvecklas och detta netto utgör summan av alla till likvidbanken anslutna KI:s netton jämte likvidbankens eget netto.

VP-systemet bygger på att VPC har rätt och skyldighet att vid varje dags likvidutväxling debitera resp. kreditera likvidbankens konto i riks-

banksclearingen avseende ett likvidbelopp för varje likvidbank. Detta likvidbelopp skall motsvara totalnettot, efter nettning, för samtliga till en likvidbank knutna KI jämte likvidbankens eget netto. Rätten till sådan avräkning gäller annat KI än bank för det fall en negativ nettolikvid ligger inom meddelat garantibelopp avseende aktiemarknaden. Hos VPC svarar likvidkontrollen för att beräkna och tillhandahålla likvidunderlag samt att ta emot besked om att likvider har utväxlats. Till kl. 17.00 varje dag tas fram ett preliminärt likvidunderlag. Det likvidunderlag som finns tillgängligt på avvecklingsdagens morgon är preliminärt för penningmarknaden och slutligt för aktiemarknaden.

Om ställd grundgaranti inte täcker ett negativt nettolikvidbelopp för en likviddag skall det aktuella institutet skaffa tilläggsgaranti motsvarande skillnaden mellan nettolikviden och grundgarantin. Sådan tilläggsgaranti skall vad gäller affärer på aktiemarknaden vara ställd senast kl. 10.00.

Därefter erhåller KI och likvidbanker ett slutlig likvidutväxlingsunderlag från VPC som är uppdelat på aktiemarknaden och penningmarknaden. VPC har tillgång till ett riksbankskonto, LK-konto, på vilket alla totala nettobelopp som ingår i clearingen registreras av likvidkontrollen med likvidbankernas clearingkonton som motkonton. Endast nettolikvider per likvidbank avvecklas genom riksbanksclearingen. När riksbanksclearingen är genomförd avvecklas leveransåtagandena i VP-systemet.

Förutom att sörja för framtagande av likvidunderlag skall likvidkontrollen hos VPC även meddela likvidbank och KI när tilläggsgaranti erfordras. Likvidkontrollen skall också följa utvecklingen och kontrollera täckningsåtgärderna. Saknas tilläggsgaranti kl. 10.00 utgår en förseningsavgift med för närvarande 50 000 kr. Information om det inträffade skall ske till Finansinspektionen och samtliga KI.

Om tilläggsgaranti saknas kl. 11.30 skall rutinerna för försenad avveckling tillämpas. Dessa rutiner tillämpas, förutom när tillräckliga garantier saknas, bl.a. då en kund på penningmarknaden inte har betalningskapacitet för nettolikvider. Vid sådana förhållanden skall likvidkontrollen inom VPC meddela samtliga likvidbanker om att avvecklingen blir försenad samt även informera Finansinspektionen och Riksbanken om det inträffade. Via PMI och Reuter skall VPC meddela samtliga KI att försenad avveckling kommer att ske samt vad som är orsaken.

Senast kl. 12.00 skall VPC ha uteslutit affärer för den fallerande deltagaren. Uteslutna affärer får särskild status i systemet (system-exkluderade). Mellan kl. 12.00 och 13.15 är sedan VP-systemet öppet för repor, kompletterande affärer, pantsättningar m.m. så att direkt eller indirekt drabbade affärer kan bli klara att avvecklas. Resultatet av dessa transaktioner skall fortlöpande meddelas i VP-systemet. Efter kl. 13.15 tar VPC fram ett nytt slutligt likvidunderlag. Kontroll sker av kapaciteten att erlägga likvider. Om det efter kl. 14.00 fortfarande finns någon aktör som inte kan erlägga likvid öppnas systemet på nytt för kompletterande affärer m.m. Om flera omgångar skulle behövas så kan avvecklingen komma att genomföras först nästa bankdag och då kommer således två dagars handel att avvecklas på samma dag. VPC har även rutiner för för-

senad avveckling för det fall VPC av någon anledning inte kan ta fram ett slutligt likvidunderlag i tid.

2.4 Clearing på penning- och obligationsmarknaden

2.4.1 Allmänt

I detta avsnitt skall lämnas en beskrivning av penning- och obligationsmarknaden och hur handeln samt clearing och avveckling på denna marknad går till. För mer utförliga redogörelser för denna marknad kan hänvisas till följande böcker. Penningmarknaden av Staffan Viotti och Pehr Wissén, SNS Förlag 1991 samt Penningmarknadens instrument av Johan A. Lybeck och Gustaf Hagerud, Rabén & Sjögren 1991. En utförlig redogörelse för värdepappershandeln och dess risker återfinns i boken, Den svenska värdepappersmarknaden av Lars Aspling, Norstedts Juridik, 1993. I sistnämnda arbete framlägger författaren ett flertal förslag till reformering av den svenska värdepappersmarknaden som har anknytning till de frågor som omfattas av utredningens uppdrag. I prop. 1991/92:113 om ny börslagstiftning m.m. finns en relativt utförlig diskussion om penningmarknaden och denna marknads särdrag (s. 114-121, 475 och 476).

Som framgår av namnet består penning- och obligationsmarknaden av två olika marknader, nämligen penningmarknaden och obligationsmarknaden (money market resp. bond market). Skillnaden mellan dessa två marknader är i huvudsak löptidernas längd på de räntebärande finansiella instrument som är föremål för handel. Denna skillnad har under årens lopp blivit mindre markant och marknaderna har numera mer eller mindre smält samman. På penning- och obligationsmarknaden förekommer också handel med olika former derivatinstrument, t.ex. terminer och svappar. Till penningmarknaden brukar räknas deposit-marknaden eller dagslånemarknaden. På deposit-marknaden förekommer vanligen in- och utlåning från en dag till ett år på standardiserade villkor. Tabell 1 och 2 visar hur den svenska penning- och obligationsmarknaden har växt de senaste tio åren.

Tabell 1 Penningmarknaden; Värdepapper i svenska kronor vid utgången av respektive år (miljarder kronor)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Statsskuldväxlar	58	71	100	93	76	90	80	148	329	295
Bankcertifikat	23	18	10	5	13	7	10	9	5	11
Andra certifikat	1	10	17	25	46	58	99	133	137	117
Marknadsbevis	15	17	20	28	35	40	31	21	11	1
Summa	97	116	147	151	170	195	220	311	482	424

Källa: Sveriges riksbank, kredit- och valutamarknaden 1992

Tabell 2 Obligationsmarknaden; Obligationer och förlagsbevis i svenska kronor vid utgången av respektive år (miljarder kronor)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Staten	233	243	247	266	266	255	243	233	269	337
Kommuner	5	5	5	6	6	6	6	6	4	2
Bostadsinstitut	202	222	262	332	378	451	552	625	701	781
Övriga mellan-										
handsinstitut	19	22	25	31	32	35	32	35	36	36
Företag	26	37	42	47	55	60	53	58	64	62
Banker	2	2	2	5	7	14	18	26	26	29
Summa	487	531	583	687	744	821	904	983	1 100	1 247

Källa: se tabell 1

På penningmarknaden förekommer handel med instrument som har en löptid på upp till ett år, t.ex. statsskuldväxlar och certifikat av olika slag. På den "korta sidan" som penningmarknaden även kallas förekommer för närvarande endast s.k. diskonteringsinstrument. Sådana instrument har ingen ränteutbetalning eller kupong under löptiden och handlas till ett pris som understiger värdet av den slutliga utbetalningen (instrumentets nominella belopp). Statsskuldväxlarna emitteras till skillnad från övriga korta instrument genom ett auktionsförfarande. Vid en sådan auktion bjuder Riksgäldskontoret ut ett fastställt belopp till de av kontoret auktoriserade återförsäljarna. Det finns för närvarande 14 auktoriserade återförsäljare, av vilka 8 är banker och 6 är värdepappersbolag.

Ett annat begrepp på penningmarknaden är primary dealers. Det är sådana banker eller värdepappersbolag som Riksbanken tecknat avtal med för att använda som motpart vid sina operationer (affärer) på penning- och obligationsmarknaden. Endast aktörer som är återförsäljare till Riksgäldskontoret av såväl statsskuldväxlar som statsobligationer har möjlighet att teckna sådant avtal. Utomlands är primary dealers en vanlig beteckning för återförsäljare av statspapper. På emissionsdagen tillkännager Riksgäldskontoret emissionsbeloppet via PMI-systemet (mer om PMI nedan) och begär in anbud från de auktoriserade återförsäljarna. I sina anbud skall återförsäljarna ange hur mycket av emissionen de önskar köpa och till vilka priser (ränta). Tilldelningen av nyemitterade statsskuldväxlar sker sedan med utgångspunkt från vem som begärt lägst ränta.

Övriga diskonteringsinstrument kallas certifikat. Därutöver brukar certifikaten klassificeras genom angivande av vilken typ av organisation som är emittent, t.ex. företags-, bank- och kommuncertifikat. Certifikaten är löpande värdepapper till skillnad från de enkla skuldebrev under beteckningen marknadsbevis som tidigare emitterades av finansbolag. En emission av certifikat påbörjas vanligen genom att ett emissionsinstitut (bank eller värdepappersbolag) upprättar ett s.k. certifikatprogram för emittenten. I detta program anges bl.a. den maximala volymen certifikat, med andra ord det maximala lånebeloppet. När sedan emittenten önskar utnyttja certifikatprogrammet för finansiering tar denne kontakt med emissionsinstitutet, varvid belopp och löptid bestäms. Emissionsinstitutet

genomför därefter en emission varvid räntan, dvs. kursen, bestäms med utgångspunkt från rådande marknadsräntor på likvärdiga certifikat.

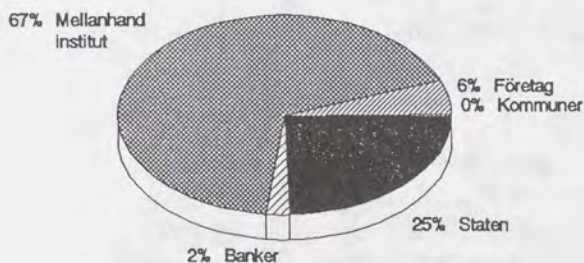
De dominerande emittenterna på obligationsmarknaden är bostadsinstitutionen och staten. Figur 2:2 nedan visar marknaden för svenska obligationer sett från emittentsidan och sett från placerarsidan. Obligationer kan vara konstruerade på en mängd olika sätt. Den enklaste varianten är en obligation som under hela sin löptid ger en förutbestämd och konstant årsränta (kupong), en s.k. rak obligation. Vissa lån är emellertid genom räntejusteringsklausuler eller på annat sätt kopplade till rådande marknadsränta. Obligationslånet kan också vara försett med klausuler om högsta ränta (cap), lägsta ränta (floor) eller bådadera (collar). Sådana klausuler är dock inte vanliga i Sverige.

Vid handeln på penning- och obligationsmarknaden dominerar de raka obligationerna. Dessa är också väl lämpade för handel på andrahandsmarknaden. På obligationssidan har det de senaste åren dykt upp s.k. nollkupongsobligationer. Emissionerna av sådana obligationer har hittills främst varit riktade till mindre placerare. "Nollkupongerna" har ingen ränteutbetalning under löptiden och handlas i likhet med de korta pappren till rabatterat eller diskonterat pris. Löptiden för obligationerna är normalt mellan två och tio år. I utlandet är det vanligt med betydligt längre löptider. I USA emitteras exempelvis 30-åriga statsobligationer. De instrument som förekommer i andra länder beskrivs utförligt i boken *Europeisk kapitalmarknad* av Johan A. Lybeck och Peter Engström, SNS Förlag 1991.

Statsobligationerna emitteras, i likhet med statsskuldväxlarna, genom anbudsförfarande. Emittenter upprättar, vanligen med hjälp av en bank eller ett värdepappersbolag, ett emissionsprospekt. I detta prospekt anges villkoren för lånet, t.ex. löptid, ränta, förfallodagar och eventuella räntejusteringsklausuler. Endast statens emissioner samt mindre emissioner och emissioner avseende instrument med kortare löptid än ett år är befriade från kravet att upprätta prospekt enligt 2 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument. För emissioner som skall inregistreras vid börs gäller särskilda regler enligt 5 kap. lagen om börs- och clearingverksamhet.

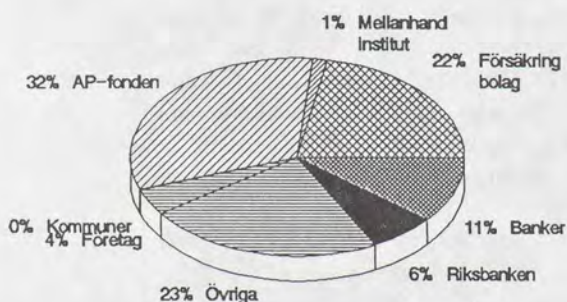
Figur 2:2

Marknaden för svenska obligationer 1991
sett från emittentsidan



TOTALT VÄRDE SEK 1.095 MILJARDER

Marknaden för svenska obligationer 1991
sett från placerarsidan



TOTALT VÄRDE SEK 1.095 MILJARDER

Källa: Finanskonsult AB / Riskanalysis SA

På penning- och obligationsmarknaden förekommer givetvis också en betydande handel med derivatinstrument såsom ränteterminer, svappar och FRA:s.

Den huvudsakliga handeln på penning- och obligationsmarknaden sker genom att köp och försäljningar görs upp på telefon mellan marknads aktörer (s.k. OTC-handel). Handeln omfattar obligationer, korta papper och derivatinstrument. Aktörer är främst banker och värdepappersbolag som har tillstånd enligt 1 kap 3 § 3 lagen om värdepappersrörelse att

handla med finansiella instrument för egen räkning och även har rätt att vara verksamma som marknadsgarant (på engelska *market maker*). Med uttrycket marknadsgarant avses en aktör som har åtagit sig att ställa tvåvägspriser i visst eller vissa instrument. Stora placerare på denna marknad är, vid sidan av bankerna, AP-fonden, försäkringsbolagen och större icke-finansiella företag. Även Riksbanken är en stor och viktig aktör som utnyttjar denna marknad för sina marknadsoperationer, t.ex. köp och försäljningar av statspapper samt s.k. repor eller omvända repor i stats- eller bostadspapper.

Det bör i detta sammanhang anmärkas att många stora placerare enligt sina placeringsreglementen endast får placera i obligationer om dessa är börsnoterade. Av denna anledning är många obligationslån i Sverige inregistrerade vid Stockholms Fondbörs. Handeln sker dock till den allt övervägande delen på den ovan beskrivna telefonmarknaden. I november 1991 startade Stockholms fondbörs Stockholms Obligationsbörs SOX. Handeln med obligationer i SOX-systemet sker med samma handelsteknik som för aktier (se avsnittet om aktiemarknaden). Obligationshandeln på fondbörsen riktar sig främst till mindre placerare och den normala börsposten är 100 000 kr. Samtliga obligationer är registrerade hos VPC och leveransen av instrumenten sker i VP-systemet. Totalt omsattes i SOX obligationer under 1992 till ett nominellt värde av 12,2 miljarder kronor. Eftersom flera av obligationerna var nollkupongsobligationer stannade omsättningen i marknadsvärde vid 9,3 miljarder kronor. Vid slutet av 1992 fanns det på SOX-listan 65 lån utgivna av 15 emittenter.

Handeln på penningmarknaden brukar delas upp i interbank-handel, dvs. handel mellan marknadsgaranter, och kundhandel där en av parterna är en "slutlig placerare". Denna uppdelning återspeglas också i den interna organisationen hos banken eller värdepappersbolaget, innebärande att vissa anställda (handlare) bara handlar interbank och andra bara sysslar med kundhandel. En vanlig organisation av verksamheten är också att handlarna på penningmarknaden fysiskt är placerade i närheten av handlarna på valutamarknaden.

Som ovan berörts träffas avslut om köp och försäljningar per telefon på penningmarknaden. Information om prisläget sker sedan hösten 1989 bl.a. genom PMI-systemet, i vilket varje marknadsgarant anger till vilka priser han är beredd att köpa eller sälja ett penningmarknadsinstrument. Även Reuter-systemet innehåller information om prisläget på penningmarknaden. Dessa priser är inte bindande för marknadsgaranten. Priset anges som ränta, och inte som kurs. Utomlands anges priset som ränta beträffande korta papper medan det dominerande för obligationer och andra långa papper är att priset anges som kurs.

Någon information om avslutspriser fanns tidigare inte i PMI-systemet. Detta faktum är den främsta anledningen till att denna handel har ansetts falla utanför det legala monopol att driva börsverksamhet som Stockholms fondbörs hade fram till den 1 januari 1993, då den nya börslagstiftningen trädde i kraft.

Bolaget Penningmarknadsinformation PMI AB (nedan PMI AB) driver PMI-systemet. PMI AB ägs av Riksgäldskontoret, Svenska Fondhandlare-

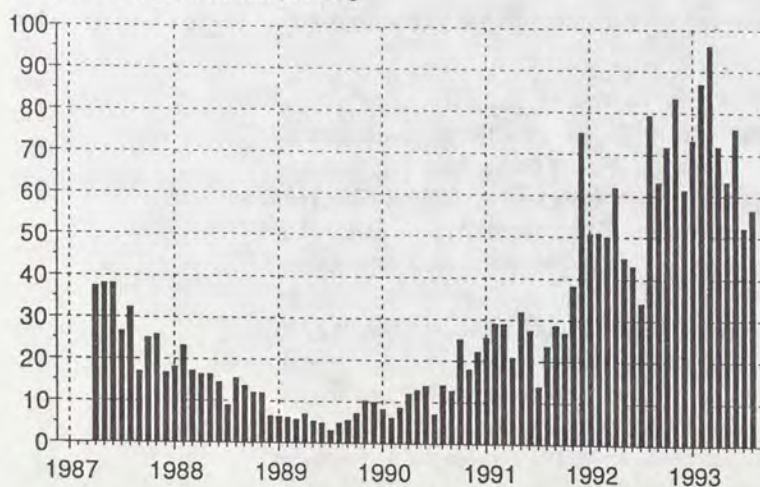
föreningen samt de banker och värdepappersbolag som är aktiva på penningmarknaden. I januari 1993 erhöll PMI AB auktorisation som börs enligt den nya börslagen. Börsverksamheten kallas PMX. Av Finansinspektionens beslut i auktorisationsärendet framgår att PMI AB erhållit dispens från kravet att kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras omedelbart. Enligt beslutet skall bolaget offentliggöra sådana uppgifter senast kl. 9.00 dagen efter affärsdagen. Ett stort antal fondpapper är inregistrerade hos PMX, bl.a. samtliga statspapper och många bostadsobligationer. Efter inrapportering från primary dealers offentliggör PMI för närvarande uppgifter om dagens handel redan kl. 18.00 samma dag. Då lämnas information om högsta och lägsta pris samt omsättning.

Penningmarknaden i Sverige är i princip förbehållen ett antal banker och värdepappersbolag samt större placerare. Handeln sker som regel i poster från 10 miljoner kronor och uppåt. Varje dag genomförs flera tusen affärer i långa och korta papper samt derivat. På penningmarknaden omsätts mycket stora belopp. Omsättningen har det sista året i genomsnitt överstigit 100 miljarder kronor per dag. Certifikaten är inte medräknade i detta belopp. Dagsomsättning av statspapper åren 1987-1993 framgår av figur 2:3 nedan.

Figur 2:3

OMSÄTTNING AV STATSPAPPER 1987-1993

Miljarder kr, genomsnitt per dag



Det avslutande ledet vid affärer på penningmarknaden — clearing och avveckling — har varit föremål stor uppmärksamhet det senaste decenniet. De deltagande aktörerna har varit överens om att modernisera systemet för clearing och avvecklingen på denna marknad och slopa förfarandet med fysiska leveranser av värdepapper, utbyte av likvider genom postväxlar och användandet av leveransförbindelser (se MVPS-systemet i avsnitt 2.4.2).

Vid diskussionerna och arbetet med ett system för clearing och avveckling på penningmarknaden har intressenterna haft många små frågor att ta ställning till. Vilka skulle få deltaga direkt i clearing: endast banker och värdepappersbolag eller också större placerare? Skulle clearing omfatta endast s.k. guldkantade papper, i huvudsak statspapper och bostadsobligationer, eller även andra mer riskfyllda instrument? Ett annat spörsmål har gällt typ av säkerhetssystem och om alla aktörer skulle ställa säkerhet samt vilka säkerheter skulle godtas. Inledningsvis diskuterades också om instrumenten i systemet skulle vara dematerialiserade eller immobiliserade. Diskussioner fördes också om kostnaderna för systemet var försvarbara i förhållande till fördelarna med ett nytt system.

Detta arbete pågick under 1980-talet men trots stora ansträngningar lyckades inte intressenterna på penningmarknaden komma överens. Detta ledde till att marknaden i början av 1990-talet fortfarande saknade ett modernt system för kontoföring, clearing och avveckling. Förutom PmC-projektets kostnader hade sannolikt också systemets struktur och frågan hur systemet skulle påverka marknadsbilden betydelse för intressenternas oförmåga att komma överens. Även viss tveksamhet rådde om systemets funktion. PMC-projektet nedläggning har beträffande bl.a. storleken på de nedlagda kostnaderna jämförts med nedläggningen i Storbritannien av ett system för aktiemarknaden, Taurus.

Efter PmC-projektets nedläggning hösten 1991 har som framgått av avsnitt 2.2 flera förslag till clearing- och avvecklingsystem på penningmarknaden presenterats. Nedan skall redogöras för det s.k. MVPS-systemet som varit i bruk sedan 1989. Vidare skall redogöras för huvuddragen i VPC:s och SwedeSettles system för penningmarknaden.

2.4.2 MVPS-systemet

Detta system har varit i bruk sedan 1989 och en affär på penningmarknaden med avveckling i MVPS kan översiktligt beskrivas enligt följande. Sedan avslut träffats per telefon registrerar handlaren affären i bankens eller värdepappersbolagets affärssystem. Efter det att dagens handel har avslutats stämmer handlaren av uppgjorda affärer med sina motparter för att kontrollera att de är överens om villkoren för affären, t.ex. instrument, ränta och pris samt avvecklingstidpunkt. Denna avstämning kan ske på grundval av en lista på de affärer handlaren har gjort under dagen som tagits fram av back-office. Sedan avstämning skett per telefon upprättas en ny lista med rättade uppgifter. Samma dag, dvs. avslutsdagen, sänds köp- resp. säljnotor till motparterna och om det är fråga om kundaffärer, en avräkningsnota till kunden.

Dagen före avvecklingdagen görs en ny avstämning av back-office, varvid back-office per telefon kontrollerar med samtliga motparter att man är överens om samtliga villkor. På den korta sidan, dvs. diskontingspapper sker avveckling T+2, vilket innebär att den slutliga avstämningen sker T+1. På den långa sidan, dvs. obligationer, sker avvecklingen T+5 och den slutliga avstämningen T+4.

Sedan den slutliga avstämningen (eller matchningen) har skett skall gjorda affärer avvecklas. I MVPS-systemet sker avvecklingen direkt mellan parterna med fysiska leveranser av värdepapperen. Parterna träffas varje förmiddag i en lokal i centrala Stockholm för att utväxla likvider och instrument. Denna utväxling äger i tiden rum före riksbanksclearingen. För varje motpart upprättas listor över köp resp. försäljningar som skall avvecklas. Betalning sker genom postväxlar och någon nettning av beloppen sker varken bilateralt eller multilateralt. Det innebär att om bank X på basis av gjorda affärer med bank Y skall betala den banken 100 miljoner kronor och bank Y har gjort köp från bank X till ett värde av 50 miljoner kronor med samma avvecklingsdag kommer bankerna X och Y att på avvecklingsdagen byta postväxlar på bruttobeloppen. Däremot kan bilateral nettning förekomma beträffande de instrument som skall levereras. För det fall en part av något skäl inte kan leverera ett visst instrument har ett system med s.k. leveransförbindelser utvecklats. Dessa förbindelser innebär ett åtagande av parten att inom viss tid leverera ett visst instrument. Endast sådana förbindelser som har utfärdats av banksinstitut godtas av deltagarna i MVPS-systemet. Alternativ till leveransförbindelse är exempelvis att låna instrumenten ifråga eller genomföra en s.k. repa (repurchase agreement).

MVPS-systemet har enligt intressenterna fungerat tillfredsställande. Nackdelarna med pappershanteringen är emellertid betydande. Hanteringen blir långsam och arbetskrävande med risk för stölder och förfalskningar. Leveransförbindelserna har fungerat som smörjmedel i systemet vid leveransproblem. Dessa förbindelser är emellertid inte utan olägenheter. Köparen erbjuds i stället för ett överlåtbart värdepapper en förbindelse av säljaren att leverera detta papper. För godtagandet av en sådan förbindelse krävs en helt annan typ av kreditprövning. Förutom att pröva betalningsförmågan hos emittenten av obligationen måste mottagaren av förbindelsen snabbt pröva kreditvärdigheten hos utställaren av leveransförbindelsen.

2.4.3 VPC:s penningmarknadsfunktioner

VPC:s system för hantering av penningmarknadsinstrument och affärer på penningmarknaden utgör en utveckling av det systemet för kontoföring, clearing och avveckling som tillämpas för främst aktieaffärer kallat VP-systemet. En redogörelse för VP-systemets principer återfinns i avsnitt 2.3.4. Här skall endast de särskilda penningmarknadsfunktionerna beröras. Dessa funktioner togs i bruk under hösten 1993. Systemet skall hantera statsobligationer, statsskuldväxlar, bostadsobligationer och andra instrument som handlas på penningmarknaden. Nya och tidigare emitterade instrument skall successivt läggas in i VP-systemet. Anslutningen av nya instrument inleddes under våren och sommaren 1993 genom att Stadshypotek lät konvertera vissa lån till VP-systemet. Under hösten har omläggning skett av lån utgivna av Riksgäldskontoret, såväl statsobligationer som statsskuldväxlar, SHB Hypotek,

Nordbanken Hypotek, SPINTAB, SFK, SBAB och Föreningsbanken Kredit.

Huvudprinciperna för penningmarknadsfunktionerna är följande.

VPC inför en ny typ av konto, nämligen VP-konto med avtal. Denna typ av konton är avsedd för placerare som är aktiva på penningmarknaden. För denna kontotyp föreligger en omfattande avtalsreglering mellan VPC och KI, KI och likvidbank, samt KI och dess kunder. Vidare skall KI förbinda sig att följa gällande regler för registreringar på VP-konto med avtal samt också förklara sig bunden av den till nämnda regler bifogade överenskommelsen om transaktioner i VP-systemet för affärsavslut gjorda på penningmarknaden.

Avvecklingsschemat för affärer på penningmarknaden medger att affärer och andra ägaromregistreringar kan registreras samma dag som likvider och värdepapper avvecklas. Så snart avvecklingen riksbanks-clearingen har skett förs instrumenten omedelbart över från daglig journal till konto för skuldförbindelser. Vidare kan repor och forwardaffärer hanteras i systemet. En repa är en affär som omfattar både ett köp och en försäljning med ett antal dagar mellan likviddagen för den första affären och för återaffären. En forwardaffär (terminsaffär) avvecklas på en likviddag framåt i tiden. Schemat för avvecklingen av penningmarknadsaffärer i VP-systemet framgår av figur 2:4 nedan. Detta schema kan jämföras med avvecklingsschemat för övriga kapitalmarknaden, främst aktiemarknaden, som framgår av figur 2:1.

Figur 2:4

Avvecklingsschema

Avslut S-5—S-2	S-1	Avveckling S
Registrering av egna och placerarnas affärer. Uppföljning.	12.15 redovisas innehavstatus på de registreringar som har motpart. 17.00 stoppas registreringar av köp och försäljningar. Från 17.00 är det möjligt att registrera finansiella affärer.	8.15 är sista möjlighet för att godkänna preliminära köpa och försäljningar på förvaltar-konton. 10.15 stoppas finansiella affärer och möjligheten att motboka köp och försäljningar med likvid. Cirka 10.30 fastställs likvidunderlag. 12.00 överföringar stoppas. 12.00 likvidavveckling och värdepappersavveckling.

I VPC:s penningmarknadsfunktioner ges möjlighet att registrera finansiella affärer — repor och forwardaffärer — från kl.17.00 dagen före avvecklingsdagen till kl. 10.15 på avvecklingsdagen. Vidare finns det möjlighet att boka köp och försäljningar fram till kl. 08.15 på avvecklingsdagen. Det slutliga likvidunderlaget fastställs först kl. 10.30. Liksom vid aktieaffärer måste ett KI, som inte är clearingbank, för likvidav-

vecklingen ha en bank med rätt att delta i riksbanksclearingen. Om institutets saldo enligt likvidunderlaget är negativt måste institutet ordna så att nettolikviden finns tillgänglig på konto hos likvidbanken senast kl. 11.00. I systemet för penningmarknaden har också särskilda pantrutiner utarbetats för att säkerställa aktörernas åtaganden vid betalningsavvecklingen.

VP-systemet för penningmarknaden förutsätter att affärerna registreras av bägge parterna och att VPC administrerar matchningen av gjorda affärer. Vidare skall uppdelning inom varje KI ske av affärer för egen räkning och affärer för kunder. Insynen på VP-kontona med avtal skall vara begränsade på så sätt att endast den enhet inom varje KI som företräder placeraren skall ha insyn på placerarens konto.

Rutinerna vid försenad avveckling har beskrivits i avsnittet om VP-systemet för aktiemarknaden (2.3.4). I detta sammanhang skall endast tas upp vissa funktioner som har särskild betydelse för avvecklingen av affärer på penningmarknaden. Först skall emellertid erinras om några av de grundläggande principerna i VP-systemet. Som tidigare nämnts bygger VP-systemet på att erlagd likvid utgör förutsättning för leverans och att leverans inte kan ske om inte täckning för leveransåtagandet finns på VP-konto. Vidare utgör den fortlöpande informationen från VPC till de kontoförande instituten om deras ställning avseende de registrerade affärerna en viktig förutsättning för en ordnad likvidavveckling.

Rutinerna för försenad avveckling skall tillämpas om någon aktör inte har betalningskapacitet för nettolikviderna. Rutinerna innebär att affärer med fallerande aktör utesluts (jfr backning eller urbackning). För att möjliggöra att avveckling kan ske av sådana affärer som direkt eller indirekt har drabbats av uteslutning öppnas systemet för repor, kompletterande affärer, pantsättningar m.m. Därvid får endast sådana transaktioner som är nödvändiga för att få till stånd en ordnad avveckling vidtas.

Betalningsutjämningen — nettningen — i VP-systemet för penningmarknaden avser avräkning av likvider att erhålla och likvider att erlagga för instrument registrerade i penningmarknadssystemet. Underlag för betalningsutjämning utgörs av den nettolikvid som fastställs dagligen av VPC med det undantaget att för vissa placerare med särskild depå fastställs underlaget av depåhållande KI med beaktande av affärer inom institutets eget depåsystem. För varje aktör fastställs en nettolikvid. Följande schema gäller för de olika aktörernas erläggande av likvid. Placerarens nettolikvid skall regleras gentemot KI. KI:s nettolikvid, dvs. KI som inte är clearingbank (eller likvidbank, dvs. en bank som deltar i riksbanksclearingen), regleras genom en likvidbank och likvidbankens nettolikvid regleras genom riksbanksclearingen. När betalningsutjämning har genomförts i dessa tre led skall det i princip inte finnas några kvarvarande fordringar eller förpliktelser avseende de affärer som har nettats. Om en aktör inte kan betala en nettolikvid bortfaller grunden för nettning för denne och aktörens samtliga affärer utesluts ur underlaget för beräkning av nettolikvid.

När en deltagare utelämnas skall de särskilda rutinerna för försenade betalningsavveckling tillämpas. Dessa rutiner innebär som tidigare nämnts att systemet öppnas för kompletterande affärer. VPC och deltagarna i

VPC:s penningmarknadsclearing har därvid i avtal kommit överens om att likvidbanker och övriga KI i detta läge skall träda in och göra de kompletterande affärer som krävs för att ersätta dem som gjorts av den uteslutne deltagaren. Det åligger i första hand det berörda KI att säkerställa att dess egna och kundernas affärer kan avvecklas. KI som inte är likvidbank skall därvid söka medverkan av sin likvidbank. Den eller de likvidbanker som kontaktas skall i sin tur pröva om de kan medverka till att det aktuella problemet löses. Även emittenterna har åtagit sig att, om det är möjligt, medverka till att undanröja leveransproblem som uppkommit till följd av en uteslutning. Därvid åligger det emittenterna att pröva möjligheten att ställa värdepapper till förfogande genom att emittera sådana.

Skulle det inte gå att lösa problemen med nu angivna åtgärder skall VPC avgöra huruvida den föreliggande situationen (nödsituationen) fordrar medverkan av andra KI för att en ordnad avveckling skall komma till stånd. Enligt avtal skall KI i en nödsituation efter anmodan från VPC, i mån av tillgängligt värdepappersinnehav, medverka till en ordnad avveckling genom att, oavsett affärsrelation, göra kompletterande affärer. Åtagandet att göra kompletterande affärer gäller endast affärer med en dags löptid och vidare skall för kompletterande affär ställas fullgod säkerhet.

Derivatinstrument på penningmarknaden

För standardiserade ränteterminer som OM sköter clearingen av är förfarandet följande. Vid interbankhandel sker en omedelbar matchning när affären på avslutsdagen läggs in i OM:s system. Även kundaffärer läggs på affärsdagen in i OM:s system och dagen efter erhålls en lista från OM på gjorda affärer som stäms av genom back-office så att affärerna är registrerade på samma sätt (hos back-office och OM). En närmare beskrivning av OM:s clearing och avveckling finns i avsnitt 2.5 om derivatmarknaden.

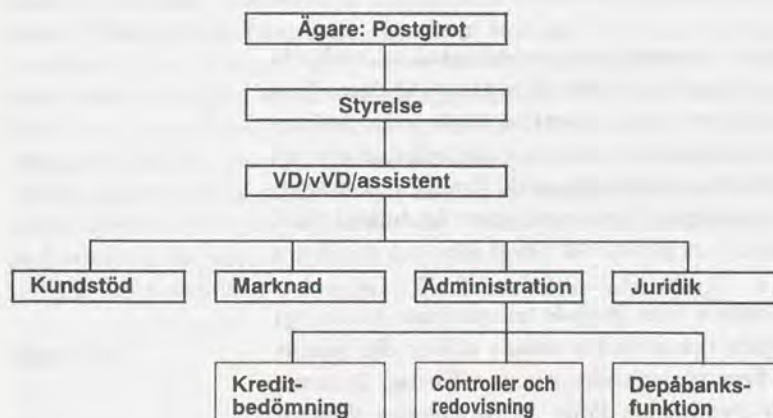
Beträffande övriga instrument på penningmarknaden, t.ex. deposits och skräddarsydda derivat sker clearing och avveckling direkt mellan parterna.

2.4.4 SwedeSettle AB

SwedeSettle är ett svenskt bolag med säte i Stockholm för clearing och avveckling av främst svenska obligationer, förlagsbevis och diskonteringspapper samt utländska värdepapper som finns registrerade i Euroclear och Cedel. SwedeSettle är helägt av Postgirot och det egna kapitalet är för närvarande 5 miljoner kronor. Uppbyggnaden av SwedeSettle har skett i samarbete med Cedel och de transaktioner som registreras i SwedeSettle skall i teknisk mening matchas, clearas och avvecklas i Cedels dator i Luxemburg. Mellan SwedeSettle och Cedel har tecknats ett operatörsavtal. Transaktionerna av SwedeSettles medlemmar skall dock vara tekniskt åtskilda i Cedel-systemet.

SwedeSettles system för clearing och avveckling bygger på samma principer som Cedel tillämpar. En redogörelse för Euroclears, som är den andra stora internationella clearingorganisationen, och Cedels system för clearing och avveckling finns i avsnitt 3.3.5. Där behandlas också den s.k. bryggan mellan Euroclear och Cedel. I detta sammanhang bör nämnas att den nya moderniserade bryggan mellan organisationerna trädde i funktion den 20 september 1993. Detta innebär att affärer registrerade i SwedeSettle före kl. 19.45 dagen före avvecklingsdagen kommer med i Cedels och Euroclears nattkörningar och kan avvecklas på avvecklingsdagen. Gentemot Cedel kan instruktioner som kommit SwedeSettle tillhanda före kl. 11.30 på avvecklingsdagen avvecklas samma dag eftersom Cedel vid sidan av nattkörningarna behåller sina eftermiddagskörningar av avvecklingsprogrammet. SwedeSettles organisation framgår av figur 2:5 nedan.

Figur 2:5 SwedeSettles organisation



SwedeSettle har, i avvaktan på lagregler om clearing av avistainstrument, ansökt om tillstånd att bedriva värdepappersrörelse enligt lagen om värdepappersrörelse.

Ägare till SwedeSettle är som nämnts Postgirot. Postgirot skall vara likvidbank för SwedeSettle samt kunna tillhandahålla kreditfaciliteter åt SwedeSettles medlemmar. För instrument som är dematerialiserade skall SwedeSettle hålla konto i VPC genom sin depåbank Postgirot. Medlemmar i SwedeSettle skall vara stora, professionella aktörer, t.ex. banker, värdepappersbolag, emittenter, större institutionella placerare och företag. Övriga aktörers tillgång till SwedeSettle skall ske genom medlemmarna och förvaltarregistrering hos de sistnämnda. Avsikten är att SwedeSettle skall ha en länk till Cedel och genom detta bolag länkar till Euroclear och nationella clearingorganisationer. Medlemmarna skall i SwedeSettle kunna öppna konto för utöver tidigare nämnda instrument även inlåning i svenska kronor samt ca 25 andra valutor. Systemet kan

även hantera andra typer av finansiella instrument som aktier och aktie-relaterade instrument.

Närmare om SwedeSettles system för clearing och avveckling

Avveckling skall ske enligt principen samtidig likvid mot leverans som innebär att kreditering av finansiella instrument och debitering av likvid sker i samma ögonblick. Genom en fast tillämpning av denna princip undviks risken för förlust av finansiella instrument eller likvid som har förts över till en motpart som ställer in betalningarna (kapitalrisk). Däremot kvarstår marknadsrisken, om affären inte avvecklas på normal tid, eftersom en medlem i SwedeSettles system — i likhet med deltagare i VPC-systemet — har kvar sin ursprungliga motpart. Orsaken till att affären inte avvecklas i rätt tid kan vara brister i instruktionerna eller att motparten inte har fullgjort sin förpliktelse att leverera eller att erlægga likvid. För att effektivisera avvecklingen skall en fortlöpande kontroll ske av inmatade instruktioner och SwedeSettle skall kontinuerligt informera medlemmarna om instruktioner som är felaktiga och om affärer som inte är matchade.

Avsikten är att SwedeSettle i avvecklingsprocessen skall ta med alla matchade instruktioner som bolaget har erhållit före kl. 19.45 dagen före avvecklingsdagen och att affärerna skall avvecklas dagen efter avslutsdagen (T+1). Bearbetning av transaktionerna skall ske under natten och en rapport om den genomförda avvecklingen skall föreligga på morgonen, kl. 06.00, på avvecklingsdagen. När avvecklingen är slutförd skall säljaren i SwedeSettles system vara garanterad likvid även om en köpare i systemet inte kan betala.

Genom ett system med länkade eller kedjade transaktioner (chaining) skall SwedeSettle kunna spåra och avveckla sådana affärer där samma värdepapper har bytt ägare flera gånger under samma affärsdag. Systemet innebär något förenklat att SwedeSettle följer de på varandra följande avsluten med samma värdepapper och att de medlemmar som befinner sig i överlåtelsekedjan sinsemellan reglerar endast den vinst eller förlust som uppkommit på affären.

I likhet med Cedels system är SwedeSettles faciliteter för värdepapperslån och kredit av väsentlig betydelse för en smidig avvecklingsprocess. En medlem i SwedeSettle skall kunna vara automatisk långivare, vilket innebär att alla eller vissa finansiella instrument på kontot är tillgängliga för utlåning utan särskilt tillstånd i varje fall, eller tillfällig långivare vilket kräver tillstånd från denne vid varje utlåning. En medlem skall också kunna vara automatisk resp. tillfällig låntagare. Utlåning av finansiella instrument skall ske mot säkerhet och avsikten är att utlåningen skall garanteras av ett konsortium. Detta skall stå risken att värdet av de instrumenten som pantsatts som säkerhet understiger värdet av de utlånade instrumenten. I SwedeSettles system skall också finnas möjlighet till kredit i form av en interimistisk övertrasseringsrätt, från det avvecklingen har skett till riksbanksclearingen kl. 12.00, och en kortfristig övertrasseringsrätt upp till ett dygn. Syftet med dessa

kreditfaciliteter är att underlätta likvid mot leverans. Det finns också en mer långfristig upplåningrätt. Den kräver överenskommelse mellan låntagaren och Postgirot eller annan kreditgivare samt SwedeSettle, eftersom sistnämnda bolag skall övervaka sådan säkerhet för krediten som består av finansiella instrument på konto hos SwedeSettle.

SwedeSettles riskhanteringssystem

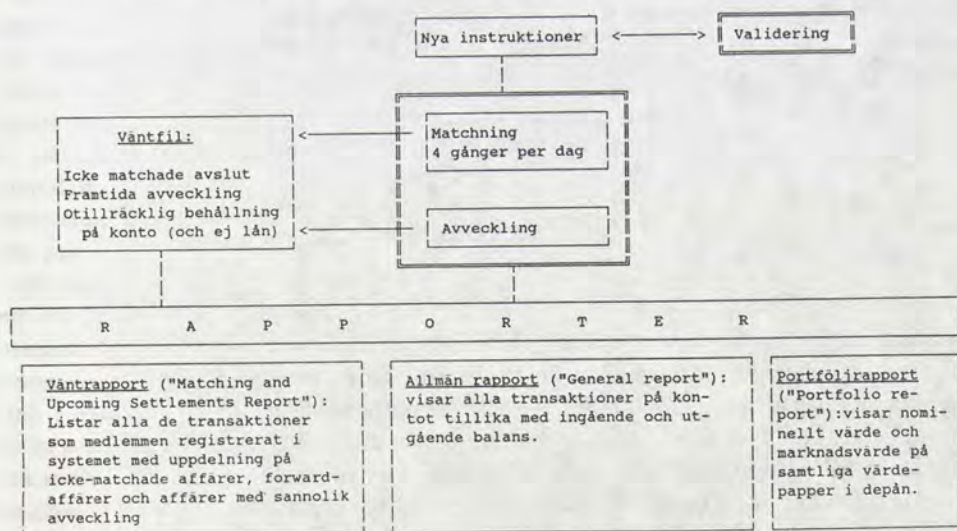
Principen samtidig leverans mot likvid utgör grunden för SwedeSettles riskhantering. Det sagda gäller även för Euroclear och Cedel. Genom en fast tillämpning av denna princip står inte köpare och säljare någon kapitalrisk. Avvecklingen sker också på konton som innehåller finansiella instrument och likvida medel i SwedeSettle, dvs. likvidledet och leveransledet hanteras av samma clearingorganisation.

Motpartsriskerna och likviditetsriskerna hanteras i Swedesettles system dels genom medlemskraven, dels genom att systemet för avvecklingsprocessen söker att avveckla så många affärer som möjligt, t.ex. genom länkning av affärer, dels genom möjligheterna till värdepapperslån och kredit. Utlåningen av finansiella instrument kommer som nämnts att vara garanterad av ett konsortium. Det blir således detta konsortium som i första hand tar risken för att en låntagare fallerar. De korta krediterna skall i princip säkerställas genom säkerheter i form av de instrument låntagaren har på sitt konto. I båda fall som nu berörts kommer således värderingen av ställda säkerheter att vara en väsentlig funktion i SwedeSettles system. Även längre krediter skall kunna vara förenade med pant av finansiella instrument på konto som säkerhet.

Figur 2:6 nedan visar principerna för SwedeSettles avveckling

Figur 2:6

Principlösning för avveckling av affärer i SwedeSettle



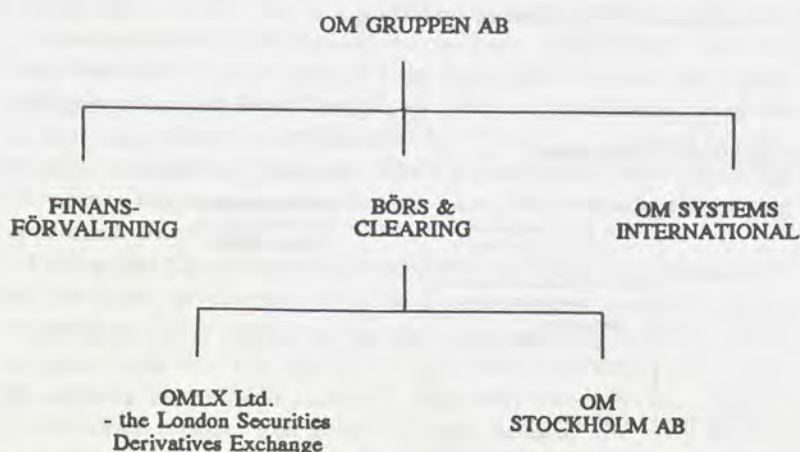
2.5 Clearing av standardiserade derivatinstrument m.m.

2.5.1 OM

OM Stockholm AB är marknadsplats och clearingorganisation för standardiserade optioner och terminer i Sverige. OM Stockholm AB är en del av det börsnoterade bolaget OM Gruppen AB. OM Gruppens verksamhet kan indelas i tre områden. Figur 2:7 nedan utvisar OM Gruppens organisation.

Börs och clearingverksamheten bedrivs i en division som består av de helägda dotterbolagen OM Stockholm AB och OMLX, the London Securities and Derivatives Exchange. Dessa organiserar börs- och clearingverksamhet för options- och terminshandel samt aktielån i Sverige och Storbritannien. OM Stockholm bedriver även genom OM Institutet AB utbildning inom kapitalmarknadsområdet. De två andra områdena av OM Gruppens verksamhet är internationell försäljningsverksamhet och finansverksamhet. OM Gruppens internationella försäljningsverksamhet sköts av OM System International AB som lanserar OM:s kunskap avseende tjänster, produkter och datorsystem inom börs- och clearingområdet. Export har hittills skett till Finland, Frankrike, Norge, Spanien, Österrike och Slovakien. Finansverksamhetens uppgift är att förvalta koncernens likviditet och sköta dess finansiering.

Figur 2:7 OM:s organisation



OM Gruppen är på flera sätt mycket speciell, även i ett internationellt perspektiv. Det dominerande världsnätverket är att börser ägs av medlemmarna eller av finansiella företag som banker och värdepappersbolag medan clearingorganisationerna endera ägs av börserna, varvid clearingmedlemmarna är tillförsäkrade ett betydande inflytande, eller av medlemmarna, samtliga eller några finansiellt starka medlemmar såsom stora

banker. Det är inte vanligt att clearingorganisationer drivs i uttalat vinstsyfte.

OM Gruppen är emellertid ett vinstdrivande företag med en spridd ägarkrets som inte enbart består av finansiella företag. Därtill kommer att OM Gruppen är börsnoterat. De största ägarna i OM Gruppen är, enligt 1992 års årsredovisning, Investor, Öresund, Olof Stenhammar, S-E Bankens och Bancos aktiefonder samt AMF, Trygg-Hansa och Skandia. OM:s modell med bl.a. direkta avtal mellan OM och slutkunden och clearing på slutkundsnivå är också speciell. Det vanligaste är annars att clearingorganisationen har avtal enbart med medlemmarna och också beräknar positioner och säkerheter på medlemsnivå.

Enligt nämnda årsredovisning uppgick OM Gruppens egna kapital till drygt 700 miljoner kronor och vinsten 1992 efter finansnetto var 121 miljoner kronor. Enligt delårsrapporten har vinsten för OM ökat under första halvåret 1993.

Med OM avses i den följande beskrivningen av börs- och clearingverksamheten OM Stockholm AB. Sedan den 1 januari 1993 är OM auktoriserat av Finansinspektionen som börs- och clearingorganisation enligt lagen om börs- och clearingverksamhet.

OM:s börs- och clearingverksamhet avseende derivatinstrument, eller med OM:s språkbruk produkter, kan delas upp i två grupper. Produkter för vilka OM är både börs och clearingorganisation samt produkter för vilka OM endast utför clearingtjänster.

OM driver två handelssystem. Det dominerande är den elektroniska marknadsplatsen där avslut träffas i ett datoriserat handelssystem. På denna marknadsplats sker handel med aktieoptioner, aktieterminer, OMX-optioner, OMX-terminer och aktielån. För denna handel gäller av OM antagna marknadsplatsregler. OM blir på den elektroniska marknadsplatsen part i och med avslutet. Det andra handelssystemet som OM driver är den manuella marknadsplatsen. På denna marknadsplats sker avslut genom manuell avslutsservice. Denna marknadsplats är avsedd för kombinationsorder som inte kan hanteras på den elektroniska marknadsplatsen och för avslut beträffande icke standardiserade produkter. Med icke standardiserade produkter avses s.k. skräddarsydda derivatinstrument (Tailor-made), eller enligt OM:s terminologi TM-produkter, som OM erbjuder sina kunder. Beträffande dessa instrument har kunden möjlighet att påverka specifikationen av instrumentet, t.ex. löptid eller annat kontraktsvillkor. För den manuella marknadsplatsen gäller särskilda handelsregler. Även vid affärer på den manuella marknadsplatsen blir OM part i och med avslutet.

OM delar in sina kunder i tre kategorier som OM kallar slutkund, medlem och Market Maker. De två sistnämnda kategorierna kallas ibland gemensamt för medlemmar. En slutkund får endast ingå avtal med OM genom förmedling av medlem och i vissa fall krävs även medverkan av bank i egenskap av säkerhetsinstitut. OM har som tidigare nämnts en direkt avtalsrelation med slutkunderna och kräver således att avtal ingås mellan OM och slutkunden. I den s.k. öppnings- och pantförskrivningshandlingen skall slutkunden bl.a. godkänna OM:s regelverk. Att OM har

en direkt avtalsrelation med slutkunderna innebär att OM vid brist på fullgörande enligt avtalet kan gå in och köpa eller sälja kontrakt för slutkundens räkning. Det innebär också att OM svarar direkt gentemot kunden för kontraktets fullgörande vilket kan ha betydelse för det fall ett en medlem skulle gå omkull. Även medlemmar, det vill säga banker, värdepappersbolag och utländska institut som godtagits av OM, skall för att få förmedla slutkunders affärer och för att ingå avtal med OM träffa ett anslutningsavtal med OM. För Market Maker (marknadsgarant) kräver OM dels ett anslutningsavtal, dels ett Market Maker-avtal.

2.5.2 OM:s clearing och avveckling

OM:s clearing och avveckling omfattar för det första de instrument som handlas på OM:s marknadsplatser. Vid dessa affärer blir OM som nämnts ovan part i och med avslutet.

OM:s clearing och avveckling omfattar även derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna, främst vid den s.k. OTC-handel på penningmarknaden. OM clearar därvid terminskontrakt avseende stats-skuldväxlar, statsobligationer och obligationer utgivna av bostadsinstitut, t.ex. Stadshypotek, Spintab och SBAB. Vidare clearar OM standardiserade räntesvappar och FRA:s. Varje kontrakt har ett underliggande värde av minst en miljon kronor och OM:s clearing avseende dessa instrument har under 1993 haft en genomsnittlig omsättning av 60 miljarder kronor per dag, beräknat på det underliggande vädet.

Information om köp- och säljkurs ges beträffande dessa instrument av PMI och Reuter. Avsluten träffas vanligen per telefon, mellan två penningmarknadshandlare. Avsluten skall inrapporteras till OM av bägge parterna för matchning, varefter OM registrerar avsluten och går in som part och ansvarig i affären. På kvällen på avslutsdagen skickar OM ut listor på gjorda avslut, vilka krav på säkerhet som föreligger och vilka leveranser som skall ske. Säkerhet skall vara ställd senast kl. 11. 00 dagen därpå, vanligen hos en säkerhetsbank.

För att penningmarknadens aktörer skall kunna agera via flera olika banker och värdepappersbolag — samtidigt som deras totala risk beräknas på ett konto — använder OM ett system där en aktör kan ha flera (handels) konton men alla transaktioner samlas på ett clearingkonto. Det är på detta konto som t.ex. marginalsäkerheterna beräknas och vid terminens stängning nettopositionen för leverans och likvid bestäms. Även kontroll av limiter sker på clearingkontot. Systemet medger att en kund således kan agera via flera olika banker och värdepappersbolag. Fram till dess säkerhet är ställd bär den handelskontohållare som har förmedlat affären ansvaret. Därefter övergår som nämnts ansvaret på OM.

Sker avslutet på OM:s marknadsplats blir OM part i och med avslutet. Sker avslutet utanför OM:s marknadsplats, dvs. parterna har själva träffat överenskommelse om affären, inträder OM som part gentemot köpare resp. säljare i och med registrering i OM:s clearing efter framställan därom från parterna. För registrering krävs begäran från en part och

bekräftelse från motparten. Att OM är part eller vad man kan kalla central motpart innebär att OM uppträder som köpare i förhållande till säljaren och som säljare i förhållande till köparen. Det ursprungliga avtalet ersätts av avtal med OM. Det sker således både byte av part (substitution) och det ursprungliga avtalet ersätts med ett nytt avtal (novation).

För ingångna kontrakt, t.ex. options- eller terminskontrakt, ställer OM krav på säkerhet om säkerhetssaldot är negativt. Dessutom kan OM kräva säkerhet för skyldighet att erlägga premie, leverera värdepapper och betala avgifter.

Säkerhet gentemot OM kan av kund ställas antingen direkt eller indirekt. Medlem ställer säkerhet direkt. Att säkerhet ställs direkt innebär att säkerhet ställs direkt gentemot OM. Att säkerhet ställs indirekt innebär att slutkunden ställer säkerhet till medlem som i sin tur ställer säkerhet direkt gentemot OM för slutkundens förpliktelser. Säkerheter som medlem ställer direkt gentemot OM skall i förekommande fall förvaras av säkerhetsbank.

OM accepterar följande säkerheter

- pantförskrivning av belopp på särskilt konto hos bank
- borgen såsom för egen skuld av godkänd bank
- annan av OM godkänd säkerhet enligt OM:s egen säkerhetslista.

Beträffande den sista gruppen kan inledningsvis konstateras att OM godkänner att säkerhet ställs i utländsk valuta. Utländsk valuta accepteras till ett belopp av maximalt 90 % av föregående dags interbank växelkurs mot den valuta i vilken säkerhetssaldot är noterat. För det fall säkerhet ställs i samma valuta som säkerhetssaldot är beräknat sker inget avdrag. För övriga godkända säkerheter kan noteras att avdraget är 10 % på marknadsvärdet beträffande statsobligationer och statsskuldväxlar. Avdraget är 20 % beträffande bl.a. obligationer utgivna av Stadshypotek och andra bostadsinstitut, det totala belåningsvärdet avseende en enskild emittents papper får dessutom inte överstiga 100 miljoner kronor. Avdraget är 30 % överlag beträffande börsnoterade aktier med begränsningar av det totala belåningsvärdet för varje börsbolags aktier.

All kontoinformation förs av OM på slutkundsnivå, dvs. OM kontrollerar och beräknar varje kunds position och säkerhetsbehov för sig. För options- och terminskontrakt som ingåtts med OM skall kunden ställa säkerhet, om det beräknade säkerhetssaldot på kundens konto är negativt. Reglerna för beräkning av säkerhetssaldot är utformade så att OM resp. FK skall ha möjlighet att vid bristande fullgörelse riskneutralisera de på kundens konto registrerade kontrakten. Det beräknade säkerhetssaldot är gemensamt för alla options- och terminskontrakt som vid en viss tidpunkt finns registrerade på ett och samma konto.

Avvecklingen av åtagandena hos OM

OM går som tidigare nämnts in som part i alla affärer OM clearar. Det innebär att parter vid avvecklingen är OM och kunden. Avvecklingen av åtagandena på slutdagen kan t.ex. ske genom leverans av de under-

liggande värdepapperen eller genom en kontant slutreglering. För indexoptioner och indexterminer (OMX) sker avvecklingen på slutdagen genom en kontant slutreglering. Detsamma gäller för FRA:s och svappar.

För övriga optioner och terminer gäller följande. En optionsinnehavare kan förfoga över optionen genom kvittning. Genom ett nytt motsatt optionsavslut utsläcks rättigheter och skyldigheter enligt såväl den nya som den tidigare optionen. Optionsinnehavaren kan vidare på slutdagen begära lösen av option. Löses en köp- eller säljoption är optionsutfärdaren skyldig att sälja eller köpa den underliggande tillgången enligt optionens innehåll till/från optionsinnehavaren. Slutligen kan optionsinnehavaren låta optionen förfalla på slutdagen vilket innebär att innehavaren inte längre kan göra gällande rätt enligt optionen.

Terminer avvecklas genom kontant slutreglering och leverans. För en köpt termin innebär avräkningen att kundens konto debiteras med ett belopp som svarar mot det överenskomna terminspriset och krediteras slutbeloppet. För en såld termin krediteras kundens konto med ett belopp som svarar mot det överenskomna terminspriset och debiteras slutbeloppet. Vid leverans skall avvecklingen av åtagandena enligt terminskontrakt ske genom att den underliggande tillgången levereras av kunden eller OM till ett pris motsvarande slutbeloppet. Leverans av aktier sker genom VPC. Vid ränteterminer är principen att nettopositionen på varje clearingkonto går till leverans. Tidigare levererades samtliga stats-skuldväxlar, stats- och bostadsobligationer genom MVPS. I takt med den omläggning som pågår till VPC levereras fler och fler penningmarknads-instrument genom VP-systemet. Eventuella skillnader mellan slutbeloppet och de levererade penningmarknadsinstrumenten regleras kontant.

För reglering av likvider till och från OM:s clearing och dess medlemmar tillämpas följande rutiner. Medlemmen får en betalnota per produkt, dvs. en nota för aktieoptioner, en nota för aktieterminer, en nota för indexoptioner etc. Betalnotan är en summering av samtliga medlemmens kunders affärer och medlemmens egna affärer avseende denna produkt.

Samtliga likvider mot OM skall regleras på OM:s likvidkonton i SE-Banken. OM har olika konton för aktier, OMX och räntor. OM sänder dagligen betalorder till SE-Banken för de likvider medlemmarna ska erhålla från OM. För medlemmarna som har konton i SE-Banken sker en bokning mellan de olika kontona i SE-Banken. För medlemmar som är banker eller som har konton i annan bank sker en telefonöverföring från SE-Banken. OM kontrollerar dagligen att alla likvidregleringar har blivit utförda enligt utskickade betalorders.

Fr.o.m. den 1 januari 1994 ska alla likvidregleringar göras via OM:s konto i Riksbanken. Samtliga medlemmar får då en sammanställning över likvidflödet för medlemmens alla affärer oavsett produkt. Produkterna kommer även att redovisas separat men det är totalen som ska regleras mot OM. Medlemmarna kan välja de banker som är deltagare i riksbanksclearingen som likvidbank. Utväxlingen av likvider sker sedan i den vanliga riksbanksclearingen.

Riskhantering hos OM

För att hantera riskerna vid clearing och avveckling ställer OM vissa krav på sina medlemmar. OM:s säkerhetskrav och övervakning av kundernas riskexponering är också viktiga funktioner vid hanteringen av riskerna. Till OM:s förmåga att hantera risker bör vidare räknas bolagets finansiella styrka.

Marknadsplatserna vid OM Stockholm och OMLX i London är sammankopplade med varandra. Medlemsantalet är 25 i Stockholm och 50 i London. Medlemmarna måste vara värdepapperinstitut eller beträffande utländska rättssubjekt stå under tillsyn i hemlandet. Ett eget kapital på minst 10 miljoner kronor erfordras. Medlemmarna har skyldighet att kontinuerligt rapportera sin finansiella ställning till OM och OM har rätt att genomföra revisioner för att säkra sig om att medlemmen har adekvata administrativa system och att regelverken efterlevs.

Den enskilt viktigaste komponenten i OM:s riskhantering är att OM kräver in säkerheter för alla åtaganden kunden har gentemot OM. Grundantagandet bakom OM:s marginalsäkerhetsberäkning är att säkerheterna skall räcka till för att riskmässigt neutralisera kundens position den tid som en sådan neutralisering kan antas fordra. För närvarande är detta två dygn. Beräkningarna baseras på antaganden om hur mycket instrumentens marknadsvärde kan komma att förändras medan neutraliseringen pågår, varvid målsättningen är att säkerheterna skall täcka tänkbara förändringar. Vid säkerhetsberäkningen sker korsclearing mellan olika instrument avseende samma underliggande tillgång, t.ex. OMX-optioner och OMX-terminer. Vidare beaktas eventuella korrelationer mellan olika underliggande tillgångar, exempelvis 5-åriga statsobligationer och 5-åriga bostadsobligationer. I detta sammanhang bör anmärkas att OM inom kort planerar att kunna beräkna säkerheter på enskilda kunder i realtid. Detta innebär att OM löpande kan följa kundernas riskexponering och med hjälp av limiter begränsa den risk OM tar under dagen.

Vid ställande av säkerhet direkt till OM begränsas medlemmens ansvar för en position till risken över natten fram till dess säkerhet är ställd till OM. När säkerhet ställs indirekt har medlemmen ansvar upp till vid var tid gällande säkerhetskrav. Kunden ställer säkerhet till medlemmen som i sin tur ställer säkerhet på bruttobasis till OM. OM har vidare möjlighet att tillämpa limiter för både positionernas storlek och säkerhetskravets storlek. Detta kan OM använda för att anpassa den risk OM tar gentemot enskilda kunder.

För det fall en kund inte kan fullfölja sina åtaganden har OM rätt att stänga kundens positioner. Om en medlem skulle falla kan OM agera olika beroende på omständigheterna i det särskilda fallet. Vid fondkommissionärsbolaget Orions fallissemang agerade OM på kundnivå och kunderna fick ett par veckor på sig för att vidta åtgärder.

OM Gruppen AB har som nämnts ett betydande eget kapital. Detta kapital utgör tillsammans med garantier och av OM tecknade försäkringar det slutliga skyddet för OM:s kunder.

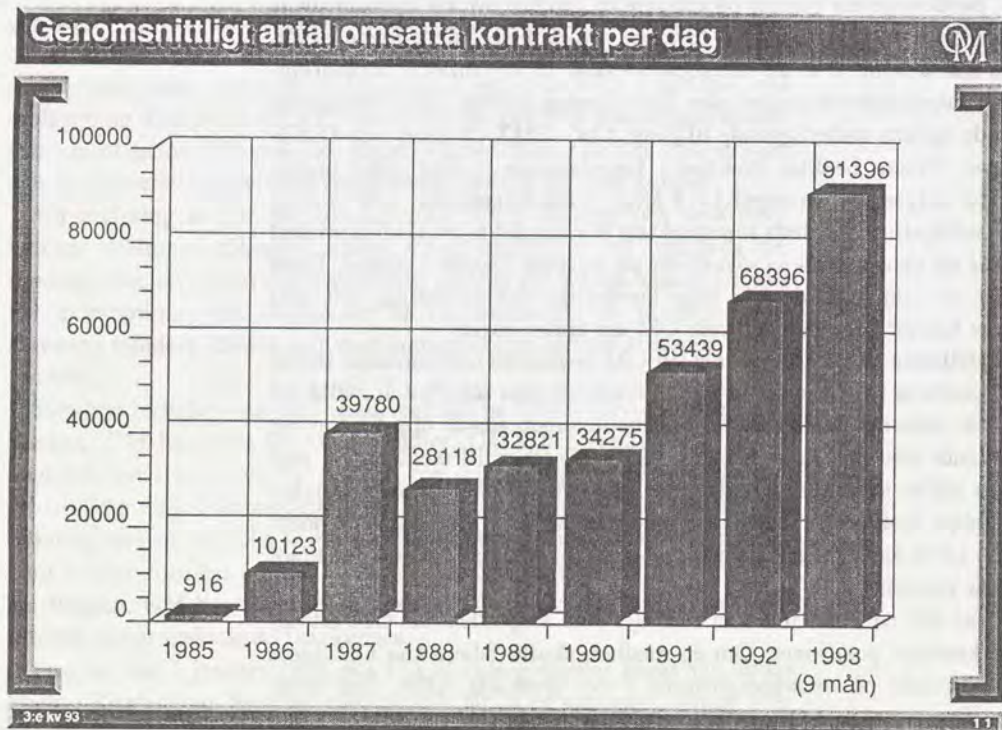
Övrigt

Utöver ovan beskrivna verksamhet har OM Stockholm och OMLX träffat avtal med tre europeiska optionsbörser — EOE Optiebeurs i Amsterdam, SOFFEX i Zürich och den österrikiska optionsbörsen ÖTOB — om ett samarbete vad avser distributionen av börsernas produkter kallat FEX (First European Exchanges).

Det totala antalet omsatta kontrakt på OM Stockholm och OMLX var under 1992 drygt 17 miljoner. Det innebär en ökning från föregående år med knappt 30 %. Dagligen omsattes i genomsnitt drygt 68 000 kontrakt. Det tre dominerande kontraktstyperna till i antalet är aktieoptioner, OMX-optioner och ränteterminer. Omsättningen hos OM har ökat även under det första halvåret 1993 då det genomsnittliga antalet kontrakt per dag var drygt 80 000. Av den totala omsättningen svarar OMLX på aktiesidan för 15 %.

Figur 2:8 nedan visar den dagliga volymen av antalet omsatta kontrakt hos OM under perioden 1985-1993.

Figur 2:8



Tillsammans med Svenska Fondhandlareföreningen äger OM bolaget Clearing Controll CCHB. Detta bolag har till uppgift att granska den handel och clearing av standardiserade derivatinstrument som sker hos

OM. CCHB har främst tre uppgifter; att kontrollera och registrera de öppnings- och pantförskrivningshandlingar som krävs för deltagande i OM:s handel och clearing, att kontrollera att ingångna avtal efterlevs samt att fungera som neutral part med insyn i marknadsplatsens dagliga verksamhet.

2.6 Riksbanksclearingen

I avsnitten om VPC:s clearing och avveckling av affärer på aktie- och penningmarknaden (avsnitt 2.3.4 och 2.4.3) har berörts att den slutliga avvecklingen av betalningsförpliktelserna för dessa affärer sker genom riksbanksclearingen. Riksbanksclearingen omfattar emellertid mer än avvecklingen av värdepappersaffärer. Betalningsförpliktelser härrörande från olika betalningssystem, t.ex. post- och bankgirot avvecklas nämligen också slutligt i riksbanksclearingen. Därtill kommer att clearingbankerna, dvs. de banker som har konton i Riksbanken, under systemets öppethållande kan utföra egna transaktioner i RIX-systemet (interbanktransaktioner).

För överföringar av betalningar mellan bl.a. kreditinstitutioner, myndigheter, företag och privatpersoner finns i Sverige flera system. De mest kända är postgirot och bankgirot. Bankgirot drivs av Bankgirocentralen BGC AB som ägs av de större bankerna. Av intresse för utredningen är att räntor, inlösen och utdelningar avseende fondpapper registrerade i VP-systemet avvecklas i RIX-systemet via Bankgirocentralens riksbankskonto. Kännetecknande för postgirot och bankgirot är att de täcker hela landet och att clearingen och nettningen i dessa system sker genom en centraliserad, daglig process. För att en betalning skall verkställas erfordras i båda systemen att täckning finns på gäldenärens konto. Någon överföring direkt eller on-line sker inte. Vid sidan av dessa system driver bankerna en data-clearing och överföringar mellan banker på begäran av deras kunder sker också per telefon.

Enligt lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank skall Riksbanken främja ett säker och effektivt betalningsväsende (4 §) och Riksbanken får på penningpolitiskt motiverade villkor bevilja kredit till och ta emot inlåning från bankinstitut samt medverka i betalningsutjämning (18 §). Riksbanken har således inte någon skyldighet att administrera avvecklingen av betalningsförpliktelser. Emellertid är Riksbanken sedan länge centrum för den dagliga avvecklingen av större betalningar mellan finansiella institutioner. Utjämningen över konton sker i Riksbankens på automatisk databehandling baserade system, det elektroniska RIX-systemet, som togs i bruk 1986. För detta system finns clearingregler i Riksbankens författningssamling (RBFS 1990:15). Det är Riksbanken som antar ett institut som deltagare i clearingen och det träffas också avtal mellan Riksbanken och deltagaren om villkoren för deltagandet i clearingen.

RIX-systemet tillhandahåller två olika transaktionsformer för avräkning emellan deltagarna. Clearingtransaktioner avser fordran eller skuld som uppkommit på grund av underliggande betalningar som en deltagare ut-

fört för annan deltagare. Dessa transaktioner kan registreras fram till kl. 12.00. Den andra transaktionsformen är interbanktransaktioner som avser fordran eller skuld på grund av direkt betalning mellan två deltagare. Berörda deltagare kan emellertid komma överens om att en interbanktransaktion skall räknas som clearingtransaktion och omvänt. Riksbanken kan i RIX-systemet kontinuerligt följa bankernas position mot varandra och mot Riksbanken. Bankerna själva kan emellertid bara se sin egen position.

Deltagare och kontohållare i riksbanksclearingen är, förutom Riksbanken, de flesta bankinstituten, postgirot, bankgirot, Riksgäldskontoret och VPC. För närvarande finns det 18 deltagare förutom Riksbanken, varav sex är utlandsägda banker (fem dotterbanker och en filial).

När RIX-systemet stänger för clearingbetalningar kl. 12.00 har varje deltagare en totalbild av fordringar och skulder till övriga deltagare. Denna information ligger till grund för dagslånehandeln som syftar till att utjämna likviditeten mellan bankerna. Normalt kommer därigenom samtliga banker att vid dagens slut ligga på samma steg i Riksbankens räntetrappa och således betala samma marginalränta till Riksbanken.

RIX-systemet kan förenklat beskrivas som ett antal konton, ett för varje deltagare, på vilka betalningsöverföringar mellan deltagarna registreras. Den part som tar initiativet till transaktionen registrerar denna i systemet och motparten bekräftar registreringen. Transaktioner i RIX-systemet avvecklas vid olika tidpunkter under dagen. Den definitiva avvecklingen, som sker genom att beloppet överförs från den ena partens konto till den andras, sker när motparten har bekräftat en transaktion eller en grupp av transaktioner.

I VP-systemet nettas de belopp som varje likvidbank skall betala. Mellan kl. 11.00 och 11.15 registrerar VPC krav på de banker som skall nettobetala förvärvade värdepapper. Senast kl. 11.30 skall en bekräftelse göras av dessa krav. Därefter registrerar VPC krediteringarna av de banker som skall erhålla nettolikvid för sålda papper. Avvecklingen verkställs i och med att de av VPC registrerade beloppen bekräftas. På motsvarande sätt sker den definitiva avvecklingen av varje banks nettofordran eller skuld på övriga parter i bankgirosystemet runt kl. 11.30 i och med att bankgirots registreringar bekräftas. Nettobeloppet av fordringar och skulder i dataclearingen ingår i de belopp som deltagarna i RIX-systemet registrerar senast kl. 12.00. När detta skett meddelas deltagarna att "clearingen avslutats", vilket endast betyder att ytterligare clearingtransaktioner inte kan ske den dagen. De belopp som har registrerats före kl. 12.00 (utöver VPC- resp. bankgirotransaktioner som redan har bekräftats) bekräftas kl. 13.15-13.30 då således den faktiska avvecklingen sker och beloppen överförs mellan berörda konton.

Slutlig avveckling i RIX-systemet sker därutöver löpande under dagen så fort en registrerad interbanktransaktion blir bekräftad. De transaktioner som i regel görs sist på dagen avser dagslån som enligt ovan syftar till att utjämna likviditetsöverskott och likviditetsunderskott mellan bankerna. Det bör anmärkas att postgirot, bankgirot och VPC inte får ha någon behållning på kontot i Riksbanken vid dagens slut. Dessa har inte heller

rätt att låna i Riksbanken, varken under dagen eller över natten. Automatiskt töms därför beloppen på dessa konton enligt kontohavarens instruktioner.

Det sammanlagda värdet av transaktioner som slutligt avvecklades genom riksbanksclearingen var under 1992 i storleksordningen 60-120 miljarder kronor per dag.

Innebörden av tolv-slaget för clearingtransaktioner är enligt ovan endast att en viss typ av transaktioner inte därefter kan registreras i RIX-systemet för avveckling samma dag. Däremot har klockslaget av tradition en stor betydelse för mellanhavandena mellan bankerna och deras kunder. I flertalet fall gäller att en kund måste ha lämnat ett betalningsuppdrag till sin bank före kl. 11.00 eller i vart fall i god tid före kl. 12.00 för att banken skall hinna få med uppdraget bland dagens clearingtransaktioner. Om så inte sker förskjuts betalningen till mottagarens bank ett dygn.

Interbanktransaktioner kan ske genom RIX-systemet under hela tiden systemet är öppet, för närvarande 08.15 - 16.30. Dessa transaktioner avräknas på deltagarnas konto omedelbart i och med bekräftelse från motparten.

Värdet av interbanktransaktionerna uppgick 1992 till ca 100 miljarder kronor per dag.

I RIX-systemet har clearingbankerna och Riksgäldskontoret möjlighet att låna av Riksbanken. De clearingbanker som därvid behöver låna i Riksbanken betalar ränta enligt en trappstegsvis stigande skala. Lånebeloppens storlek är relaterade till den lånande bankens kapitalbas. För att låna i Riksbanken skall en bank i princip ställa säkerhet. För närvarande gäller dock att lån över natten inom ramen för Riksbankens räntetrappa får ske utan säkerhet. För lån över dagen finns en limit fastställd för varje bank. Denna limit kan utökas genom att banken ställer säkerhet. RIX-systemet innehåller därmed en riskexponering för Riksbanken gentemot clearingbankerna.

Slutligen bör påpekas att ett clearing- och avvecklingssystem för penningmarknaden berör flera av Riksbankens intressen och funktioner. Vid bedrivande av penningpolitik utnyttjar Riksbanken penning- och obligationsmarknaden för att styra räntor och likviditet. De volymer Riksbanken omsätter i marknaden kan ofta bli betydande. Riksbanken har således ett intresse av att denna marknad har en väl fungerande infrastruktur. Riksbanken har också ett ansvar för betalningssystemets stabilitet. Eftersom mycket stora värden omsätts på penningmarknaden har Riksbanken ett betydande intresse av att säkerheten i ett clearing- och avvecklingssystem för denna marknad och att detta system kan bemästra störningar av olika slag. Det kan i detta sammanhang nämnas att Riksbanken enligt 18 § andra stycket i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank har möjlighet att, om synnerliga skäl föreligger, bevilja kredit på särskilda villkor till utöver bankinstitut även andra svenska företag som står under tillsyn av Finansinspektionen. Riksbanken har självklart ett stort intresse av att VP-systemet fungerar tillfredsställande inte bara till följd av Riksbankens allmänna ansvar för betalningssystemet utan även till följd av att avvecklingen i VP-systemet sker över konto i Riksbanken

samt, inte minst därför att för penningpolitikens betydelsefulla transaktioner i penningmarknadsinstrument avvecklas i VP-systemet.

2.7 Gränsöverskridande handel och clearing

Värdepappersmarknadens pågående internationalisering har kommenterats flitigt de senaste åren. Ny handels-, data- och kommunikationsteknik har i grunden förändrat värdepappershandeln och medfört ett ökat ömsesidigt beroende mellan marknadsplatserna världen över. Även om information sprids dygnet runt om handeln med värdepapper är handeln likväl fortfarande till övervägande del nationell. Endast ett fåtal emittenters fondpapper är föremål för reell internationell handel. Därvid avses att handeln med och prissättning av betydelse sker på andra marknader än hemmamarknaden. Som exempel på sådan handel kan nämnas den handel som sker med ett fåtal svenska bolags aktier i London. Under 1992 omsattes enligt Londonbörsens statistik svenska aktier till ett värde av drygt 15 miljarder GBP och sammanlagt omsattes på Londonbörsen under samma år utländska aktier till ett värde av knappt 330 miljarder GBP.

I detta sammanhang bör påpekas att det på flera marknadsplatser förekommer handel med fondpapper som härrör från närliggande marknadsplatser, t.ex. handeln på Stockholms fondbörs med norska och finska bolags aktier och handeln i Danmark med svenska obligationer.

Ett genomgående drag för den internationella värdepappershandeln är att om avslut träffas på en utländsk marknadsplats, t.ex. Londonbörsen eller någon av börserna i New York, så genomförs clearing och avveckling i emittentens hemland i lokal valuta. Det sagda innebär att ett avslut avseende Astraaktier mellan en engelsk bank och en amerikansk investmentbank på Londonbörsen kommer att slutligt avvecklas i Sverige. Leverans av aktierna sker genom parternas depåbanker i Sverige och VPC. Depåbank är ett institut som förvarar fondpapper åt ett annat institut, endera fysiskt form i valv eller genom att vara registrerad som förvaltare eller ägare i ett kontobaserat system. Huvudprincipen är att leverans och likvid följer varandra vid gränsöverskridande affärer och således kommer likviden för aktierna att avvecklas i svenska kronor (SEK) genom parternas clearingbanker i Sverige. Kopplingen till den lokala marknaden kan i vissa fall vara mindre stark, nämligen om ett visst antal aktier eller andra värdepapper förvaras hos en utländsk värdepappersförvarare åt den utländska marknaden eller om depåbevis används på den utländska marknaden. Depåbevis avseende aktier representerar den rätt ägaren av aktierna i ett utländskt bolag har gentemot den — vanligen en bank — som för hans räkning förvarar dessa aktier.

Vad som nu sagts är i huvudsak även tillämpligt på penning- och obligationsmarknaden men på denna marknad finns det en delmarknad — euromarknaden — som i ordets verkliga bemärkelse är internationell. På euromarknaden handlas euroobligationer, euronotes och utländska obligationer direkt mellan aktörerna. Även om obligationerna är noterade vid en börs har nyss nämnda papper ingen direkt hemmamarknad. Euro-

obligationer (eurobonds) är obligationer som är utgivna via ett internationellt konsortium av exempelvis banker och placerad samtidigt i flera olika länder. Det vanligaste är att obligationen är utställd i dollar men denna valutas betydelse har minskat de senaste åren. Som utländsk obligation räknas här en obligation som är emitterad på en nationell marknad i det landets valuta och som har en utländsk låntagare (emittent). Clearing och avveckling på euromarknaden sker genom Euroclear och Cedel (se vidare avsnitt 3.3.6). Det bör anmärkas att skillnaderna mellan obligationstyperna har blivit mindre.

Att även aktier och obligationer som handlas på utländska marknadsplatser förvaras i emittentens hemland är helt i enlighet med internationella rekommendationer (se bl.a. avsnitt 3.4 om EG och Kessler rapporten samt 3.5.4 om FIBV).

Nedan skall beskrivas dels hur clearing och avveckling går till av utländska fondpapper som är noterade i Sverige, dels hur clearing och avveckling går till när en svensk fysisk eller juridisk person köper utländska fondpapper på en utländsk marknadsplats.

Utländska fondpapper som omsätts i Sverige är registrerade hos VPC eller i SE-Bankens depåbankssystem. Det sistnämnda systemet är det dominerande. Det bör därvid nämnas att SE-Banken inte bara administrerar depåbankssystemet utan också är depåbank åt de båda internationella clearingorganisationerna Euroclear och Cedel. Hos VPC är för närvarande ett fåtal börsnoterade aktier registrerade i form av depåbevis. Vidare finns några utländska obligationslån noterade i VPC.

Ett av skälen för depåbankssystemet i Sverige för utländska aktier var att minska kostnaderna för utländska bolag som sökte börsnotering i Sverige. Ett annat skäl var kravet på att utländska värdepapper skulle förvaras i depå enligt den numera upphävda betalningslagen.

Principerna för depåbankssystemet är följande. Hos depåbanken finns en depå (kontrolldepå) avseende de utländska aktier som inför en börsnotering placerats hos svenska investerare. Denna kontrolldepå motsvarar vid varje tidpunkt innehållet hos depåbankens utländska samarbetspartner/depåbank i resp. land där dessa aktier i sin tur faktiskt förvaras. Mot kontrolldepån bokas de faktiska innehaven av aktier i kunddepåer. Innehavare av dessa kan vara depåbankens notariatkunder, depåbankens handelslager och andra svenska banker och värdepappersbolag. När det gäller en kunddepå för en bank eller ett värdepappersbolag så framgår av depåbankens bokföring endast det sammanlagda innehavet. Hur detta innehav sedan är fördelat mellan handelslager och kunder framgår av bankens eller värdepappersbolagets egen bokföring.

I systemet ansvarar depåbanken för att värdepappersägarna erhåller utdelningar, emissionsrättigheter och övrig information från den utländske emittenten. För att säkerställa fullgörandet härav har depåbanken avtal med emittenten enligt vilket denne förbinder sig att hålla depåbanken informerad. Depåbanken ansvarar vidare för att kontrolldepån inte överstiger det antal aktier som finns registrerat på Stockholms fondbörs och att innehavet stämmer med innehavet hos den utländska depåbanken.

Handel med aktierna sker över Stockholms fondbörs och följer beträffande leverans och likvid vad som gäller för svenska börsnoterade aktier. Här skall ges några exempel på hur affärer kan gå till i depåbanks-systemet.

Köpare och säljare av aktierna är depåkunder i depåbanken: Affären meddelas fondbörsen som en inbördes affär. Ombokning sker mellan de egna depåkunderna. Är både köpare och säljare depåkunder i samma bank eller värdepappersbolag sker ombokningen i resp. kunddepåer i detta institut, någon bokning i depåbanken görs inte.

Säljaren är depåkund hos värdepappersbolaget X och köparen hos värdepappersbolaget Y: Avslut träffas över börsen. Bolaget X upprättar säljnota samt nota till sin kund. Y upprättar köpnota samt nota till sin kund. Respektive fondhandlarenota med avvecklingsinstruktion skickas till depåbanken. I depåbanken matchas notorna och bekräftelsenota där likviddag framgår upprättas och sänds till resp. värdepappersbolag. Om inte säljaren har tillräckligt antal aktier i sin depå meddelar depåbanken detta. Leverans av aktier sker sedan T+3 genom ombokningar mellan de två värdepappersbolagens depåer hos depåbanken. Betalningsåtagandet mellan värdepappersbolagen avvecklas i den dagliga likvidutväxlingen.

I dessa två affärer sker i inte någon förändring av kontrolldepån. Vid försäljning av aktier till utlandet resp. köp av aktier i utlandet kan antalet aktier i kontrolldepån komma att förändras. Vid köp av utländska värdepapper utomlands sker leverans och likvid som förut nämnts enligt reglerna i detta land. För en fysisk person bosatt i Sverige finns i lagen om självdeklaration och kontrolluppgifter (LSK) ett krav på att utländska fondpapper skall förvaras i depå hos valutahandlare, värdepappersinstitut eller motsvarande utländskt institut. Detta depåkrav gäller emellertid inte om det är fråga om fondpapper i ett kontobaserat system (3 kap. 27 a § LSK). Depåkravet medför att det kan finnas aktier i en kunddepå i depåbanken som förvaras hos samma utländska depåbank men som inte finns i kontrolldepån. Sådan depå för utländska fondpapper kan givetvis också finnas i andra banker och värdepappersbolag än depåbanken och förvaras hos andra utländska depåbanker.

Proceduren för köp av utländska fondpapper utomlands är följande. Kunden tar kontakt med ett svensk värdepappersinstitut som registrerar ordern och lägger ut den på den handlare eller avdelning som hanterar de utländska marknaderna. Handlaren på det svenska institutet tar därefter kontakt med en handlare på den utländska marknaden som köper fondpapperet för det svenska institutets räkning på den utländska marknadsplatsen.

Likvid för de köpta fondpapperen erläggs genom den utländska clearingbank det svenska institutet anlitar och leverans av fondpapperen sker till den depåbank som det svenska institutet använder. I denna depåbank — som kan var samma som clearingbanken — kommer fondpapperet att förvaras i depå för det svenska institutets räkning. Det helt dominerande är att de köpta fondpapperen får vara kvar i ursprungslandet och där förvaras hos en depåbank, och detta oavsett om det är fråga om fondpapper i ett kontobaserat system eller inte. Genom denna ordning undviks

de risker som föreligger vid en transport av fondpapper över gränserna. Detta gäller i synnerhet sådana fondpapper som inte är dematerialiserade. Vidare är det till fördel för värdepappersägaren att aktierna eller obligationerna finns tillgängliga på den lokala marknaden för det fall denne önskar att snabbt sälja fondpapperen.

När det svenska institutet erhåller bekräftelse att fondpapperen har levererats till depån i depåbanken registrerar det svenska institutet det utländska innehavet på den kundens konto i Sverige.

Av det nu anförda framgår att köp och försäljning av fondpapper på utländska marknadsplatser inte är helt okomplicerat. En sådan transaktion kräver i normalfallet att flera aktörer är inblandade än vid en inhemsk transaktion. Detta innebär att antalet inblandade blir fler och att riskerna för fel och förseningar ökar. Utredningen återkommer i avsnitt 3 till de rekommendationer och råd som föreligger för en säker och effektiv clearing och avveckling vid gränsöverskridande transaktioner (se särskilt avsnitt 3.3.6 om Euroclear och Cedel, 3.4 om EG och Kesslerrapporter och 3.5.4 om FIBV). Det bör emellertid nämnas att enighet råder om att utgångspunkten för en säker och effektiv clearing och avveckling vid gränsöverskridande handel är kvaliteten på den lokala marknadens system.

Slutligen skall i detta avsnitt beröras den diskussion som förekommer om olika system för gränsöverskridande clearing och avveckling. Trettiogruppen förespråkar som nämnts att varje land skall ha en värdepappersförvarare och enligt bl.a. Kessler-rapporten skall länkar byggas mellan de nationella värdepappersförvararna. Denna lösning kräver en stort antal länkar i Europa. Därtill kommer länkarna mot marknader utanför Europa, t.ex. USA och Japan. Denna lösning har av kritiker kallats "spagetti-modellen". I stället har förespråkats system där de nationella värdepappersförvararna (och/eller clearingorganisationerna) är kopplade till en eller flera centrala organisationer eller nav (Global Hub). Ett sådant system skulle minskat antalet länkar och förenkla bl.a. administrationen (se bl.a. *Towards a Single European Securities Trading Market* utgiven av International Securities Market Association 1993 och *Cross-Border Clearance, Settlement and Custody; Beyond the G30 Recommendations* utgiven 1993 av Morgan Guaranty Trust Company of New York).

3 Internationella förhållanden

3.1 Inledning

Utredningen har haft i uppdrag att studera och beskriva hur clearing och avveckling bedrivs i utlandet. I detta uppdrag ingår att redogöra för hur sådan verksamhet är organiserad och reglerad samt vilka tekniska lösningar som har valts.

Den pågående internationaliseringen av värdepappersmarknaden och det mycket stora internationella intresse frågor om säkerheten vid clearing och avveckling har rönt de senaste åren motiverar en relativt utförligt beskrivning förhållandena i vissa viktigare länder. I avsnitt 3.2 och 3.3 beskrivs utvecklingen i några av de viktigaste länderna och regionerna. Förhållandena i Danmark, Storbritannien och USA har bedömts vara av särskilt intresse. För att komplettera bilden ges också översiktliga beskrivningar av hur clearing och avveckling går till i vissa andra länder.

En redogörelse för EG:s regler och rekommendationer av betydelse för clearing och avveckling ges i avsnitt 3.4.

Som nyss nämnts och som även har berörts i utredningens direktiv har clearing och avveckling de senaste åren varit föremål för ett stort internationellt intresse. I avsnitt 3.5 lämnas en översiktlig redogörelse för vissa internationella organisationers arbete med clearing- och avvecklingsfrågor. Särskild uppmärksamhet ägnas därvid åt de rekommendationer som har utarbetats av Trettio-gruppen och av arbetsgrupper tillsatta av centralbankerna inom G 10-länderna. Slutligen behandlar utredningen i avsnitt 3.6 clearing och avveckling vid den s.k. OTC-handeln med derivatinstrument och vid valutahandeln.

För en mer allmän studie av utländska förhållanden kan hänvisning ges till följande publikationer. En allmän beskrivning av internationella förhållanden finns i kap. 3 i Värdepappersmarknadskommitténs betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden. Tonvikten i betänkandet liksom framställningen i Världsbörsguiden (1990) av Peder Carlquist, Mats Hallvarsson och Pernilla Meyerson ligger på aktiehandeln. I boken Europeisk Kapitalmarknad (1991) av Johan A. Lybeck och Peter Engström redogörs för internationella förhållanden avseende handeln på penning- och obligationsmarknaderna.

Beträffande clearing och avveckling finns en redogörelse för utvecklingen på de ledande värdepappersmarknaderna i Trettiogruppens statusrapport från 1992 (Clearing and Settlement Systems Status Reports:

Year-End 1991). Clearing och avveckling av avistainstrument i G 10-länderna är beskrivna i rapporten *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems* (Basel, september 1992). En redogörelse, av Dr. Jörg-Ronald Kessler, för de olika systemen för clearing på termins- och optionsbörserna inom EG finns i skriften *Risk Management in Financial Services* utgiven av OECD (1992). Vidare bör nämnas den översikt av clearing och avveckling i USA, *Clearance and Settlement in the U.S. Securities Markets*, som utgavs i mars 1992 av Board of Governors in the Federal Reserve System.

System för överföringar av stora betalningar har nära samband med avveckling på värdepappersmarknaden. En redogörelse för dessa system och kopplingarna till bl.a. värdepappersmarknaderna finns i publikationen *Payment Systems in EC Member States* (september 1992).

3.2 Förhållandena i Norden

3.2.1 Danmark

Allmänt

Den danska värdepappersmarknaden har under 1980-talet genomgått flera väsentliga förändringar. År 1980 inrättades Værdipapircentralen (VP) för att svara för registrering, clearing och avveckling av danska värdepapper i ett kontobaserat, dokumentlöst system. Omläggningen till ett dokumentlöst system började i Danmark med obligationer och därefter, våren 1988, togs även börsnoterade aktier in i det kontobaserade systemet. Lagstiftningen som styr det danska VP-systemet var ursprungligen inriktad på danska institut och danska värdepapper. Utvecklingen har emellertid gått mot en mer neutral och flexibel lagstiftning och numera kan t.ex. VP, efter tillstånd från Finanstilsynet, registrera nästan alla typer av finansiella instrument, även utländska.

Vid utgången av 1992 fanns registrerade i VP obligationer till ett nominellt värde av 1 343 miljarder danska kronor (DKK), varav 12 miljarder DKK utgjorde obligationer utställda i utländsk valuta. Den sammanlagda obligationsomsättningen registrerad i VP uppgick 1992 till 7 793 miljarder DKK, varav handeln mellan fondhandlare (se vidare nedan om detta begrepp) svarade för drygt 60 %. Värde för aktier m.m. registrerade i VP var 67 miljarder DKK, varav utländska utgjorde 776 miljoner DKK. Under 1992 utfördes sammanlagt 9 miljoner transaktioner avseende VP-konton. Det fanns vid årets utgång 2,6 miljoner VP-konton.

Det danska systemet för kontoföring samt clearing och avveckling av finansiella instrument behandlas utförligt i avsnittet om clearing och avveckling.

Danmark har börsmonopol och Köpenhamns fondbörs utgör centrum för all handel med börsnoterade fondpapper samt börsnoterade terminer och optioner i Danmark. Köpenhamns fondbörs är en självägande institution. Verksamheten är lagreglerad genom lov nr. 316 af 4 juni 1986 om Københavns Fondbørs samt två bekendtgørelser från 1990 resp.

1992. Styrelsen utses av industriministern. Ordföranden skall vara oavhängig av marknaden medan övriga styrelseledamöter utses efter förslag från marknadens intressenter. Börsen är organiserad i fyra självständiga avdelningar jämte ett sekreteriat och en administrationsavdelning. Antalet anställda är knappt 50.

Avistahandeln på Köpenhamns fondbörs domineras i motsats till förhållandet vid de flesta andra fondbörser av obligationshandeln. Detta förhållande hänger samman med det system för bostadsfinansiering som tillämpas i landet och som fått till följd att obligationer under långt tid har handlats på fondbörsen. Obligationsomsättningen var 1991 drygt 2 100 miljarder DKK, varav 98,4 miljarder DKR avsåg utländska obligationer. Värdet på den utestående volymen av obligationer registrerade på fondbörsen var samma år 1 479 miljarder DKK. Vid utgången av år 1991 var sammanlagt 59 obligationer i utländsk valuta noterade på börsen, varav 40 var noterade i SEK. Omsättningen på aktiemarknaden var 1991 67,7 miljarder DKK. Intresset för handeln med futures och optioner har stadigt ökat och omsättningen, mätt i antal kontrakt, ökade med 46 % år 1991. Bland derivatinstrumenten intar terminskontrakten en dominerande ställning.

År 1986 genomfördes en börsreform vilken som huvudpunkt hade etablerandet av ett elektroniskt, kontinuerligt och decentraliserat handelssystem. Berättigade att delta i handeln på börsen är, efter en lagändring hösten 1993, börsmäglerselskap (börsmäklare), pengeinstitut, realkreditinstitut (bostadslåneinstitut) och Danmarks Nationalbank.

Börsens datasystem är uppbyggt av moduler för att lättare kunna byggas ut i takt med finansvärldens krav på förändringar. Systemet består av ett centralt system - ELECTRA - och avnämarnas egna decentraliserade handels- och informationssystem. I börssystemet kan det handlas i två system. Ett av dessa acceptsystemet som är ett halvautomatiskt handelssystem. I detta system annonserar börsmäklaren att han önskar köpa/sälja en given mängd till ett givet pris. En annan börsmäklare kan acceptera detta bud och därmed ingås affären och budet försvinner från skärmen. Det andra systemet är Matchsystemet som är ett helautomatiskt handelssystem i vilket affärerna ingås automatiskt när det uppnås överensstämmelse mellan köp- och säljanbud. Sedan i maj 1991 finns också på försök ett intressesystem för att understödja handeln. I detta system kan börsmäklarna indikera ett intresse för att handla i ett fondpapper. Avsluten görs därefter per telefon. Därutöver innehåller börssystemet ett inrapporteringsystem till vilket affärer utanför börsens handelssystem (Accept och Match) skall inrapporteras inom 90 sekunder efter affärens genomförande. Affärer genomförda mellan kl. 0.00 och börsens stängning, kl. 15.30, ingår i den dagliga rapporten om kurser och omsättning.

Efter införandet av det elektroniska handelssystemet har den registrerade omsättningen på Köpenhamns fondbörs ökat markant. Två förändringar under 1991 av regelsystemet är värda att notera. För det första blev det tillåtet enligt börslagen att handla med statsskuldväxlar (Treasury Bills, Skatkammerbevis) utanför Köpenhamns fondbörs. Det

tidigare förbudet att handla med sådana instrument utanför börsen medförde att en del av handeln flyttade till Helsingfors och London. Den andra ändringen var, att den skyldighet som åligger börsmäklare att inrapportera gjorda affärer till börsen utsträcktes till att gälla även vissa andra institut, i huvudsak banker, för att öka genomlysningen i handeln.

Garantifonden for Danske Optioner og Futures, FUTOP, är en privat, affärsdrivande, fond som stiftades i juli 1987 av Danmarks Nationalbank och de danska finansiella institutens organisationer.

Garantifonden har följande verksamhetsmål

- att stå som den ena kontraktsparten i de options- och terminskontrakt (futures) som noteras på Köbenhavns fondbörs,
- att fastställa regler för utställandet av, handeln i och avvecklingen av nämnda finansiella instrument,
- att clara och avveckla handeln med nämnda finansiella instrument,
- att verka för att investerarna informeras om de nämnda finansiella instrumentens särskilda karaktär och de risker som är förbundna med investeringar i dessa instrument.

Det bör observeras att Garantifonden endast är part i det avseendet att fonden inträder i de registrerade kontrakten om en ansluten börsmäklare inte kan uppfylla sina förpliktelser mot sina kunder.

När en affär med en börsnoterad future eller option har genomförts skall den för att bli föremål för Garantifondens garanti anmälas av bägge börsmäklare till Garantifonden. Därefter kontrollerar Garantifonden att täckning finns för kravet på säkerhet i Nationalbanken och godkänner affären. För det fall täckning saknas meddelas parterna att affären är avvisad. Det sistnämnda har endast skett vid ett fåtal tillfällen och då beroende på fel hänförliga till mänskliga och tekniska faktorer.

Vid futures skall säkerhet ställas av såväl köpare som säljare. Därefter, så länge futurekontrakt löper, sker en daglig avräkning av vinst resp. förlust för vilket täckning skall finnas i Nationalbanken. Ett vanligt krav på säkerhet är 4 % av kontraktets storlek (t.ex. 4 % x 5 miljoner kronor = 200 000 kronor). För utställaren av en option krävs dels löpande marginalsäkerhet för att täcka optionens värde, dels initial marginalsäkerhet för att täcka förändringar av optionens värde. Någon leverans av underliggande värdepapper sker aldrig utan vid löptidens slut genomförs en slutavräkning.

För att bli clearingmedlem i Garantifonden krävs att man är uppkopplad mot VP och har ett konto hos Nationalbanken. Som säkerhet godtas enbart kontanta medel eller statsobligationer. På de inestående medlen hos Nationalbanken utgår ränta vilket medfört att kritiken mot de relativt höga marginalkraven blivit mindre.

Affärer som görs efter stängning för dagen inrapporteras på morgonen och Garantifonden godkänner endast avslut inom en prisgräns på ± 4 %. Drabbas marknaden av stora kurssvängningar kan Garantifonden göra "dag till natt", dvs. genomföra en extraordinär ny beräkning av marginalsäkerhetskraven och även genomföra en fullständig betalningsavveckling mitt på dagen, varefter Garantifonden öppnar ånyo på eftermiddagen. Detta har skett två gånger, dels den 19 augusti 1991, den s.k. "Red

monday" — kuppförsöket i Sovjet, dels dagen efter folkomröstningen i Danmark om Maastrichtavtalet.

Omsättningen beräknad på registrerade kontrakt har stadigt ökat och 1991 ökade antalet kontrakt med 47 %. Det kan här anmärkas att aktie-relaterade terminer och optioner svarar för drygt 56 % av den sammanlagda omsättningen och att terminer och optioner på KFX är Garantifondens mest omsatta instrument (KFX -indexet består av de 25 största och mest omsatta aktierna på Köpenhamns fondbörs).

Clearing och avveckling genom Værdipapircentralen

Den grundläggande lagstiftningen om det danska VP-systemet återfinns i Lov om en Værdipapircentral, industriministeriets lovbekendtgørelse nr 807 af de 6 oktober 1993 (VP-loven). Lagen anger rättsverkningarna av en registrering i værdipapircentralen. Därutöver är lagen i huvudsak en ramlag, bl.a. beträffande vilka värdepapper som kan registreras i VP. I Finanstillsynets bekendtgørelse nr. 689 af 25 augusti 1993 om registrering m.v. af fondsaktiver i Værdipapircentralen är reglerna mer utförliga, särskilt om registreringen och registrens innehåll.

VP-loven anger att værdipapircentralen är en privat, självägande institution. De närmare reglerna om værdipapircentralen och dess verksamhet fastställs av centralens styrelse i en bolagsordning som skall godkännas av industriministern. I 2 kap. i loven ges regler för styrelsen för værdipapircentralen. Av kap. 6 i VP-loven framgår att utgifterna för VP:s verksamhet skall täckas med bidrag från myndigheter, institut och sällskap som ger ut finansiella instrument och de kontoförande instituten.

Kap. 3 i VP-loven behandlar vilka institut som får företa registrering, dvs. vilka som har rätt att företa registrering i VP på VP:s vägnar och med rättsverkningar i enlighet med VP-loven (kontoförande institut). I 6 § räknas de institut upp som kan bli kontoförande institut. Efter lagändring hösten 1993 kan utöver Danmarks Nationalbank, banker och värdepappersbolag även bostadsinstitut bli kontoförande institut. Övriga obligationsutgivare kan bli kontoförande beträffande de egna instrumenten. I 6 a § har utländska värdepappersförvarare fått en möjlighet att få tillträde till VP-systemet. I paragrafen anges att utländska värdepapperscentraler, som står under offentlig tillsyn, efter Finanstillsynets godkännande kan företa registreringar i VP på VP:s vägnar och med rättsverkningar enligt VP-loven (udlandscentral). Ett kontoförande institut som enligt anslutningsavtal med VP får inrapportera köp och försäljningar till och från egna konton i VP kallas fondhandlare (fondshandlere, 6 b §).

I 1 kap. 1 § i VP-loven anges vilka värdepapper som kan registreras i VP-systemet. I första stycket föreskrivs att utgivning av aktier och obligationer m.m. som noteras på Köpenhamns fondbörs, sker genom en værdipapircentral som registrerar instrumenten och deras omsättning (det obligatoriska registreringsområdet). I andra stycket anges att utgivning av utländska aktier och obligationer som noteras på Köpenhamns fondbörs kan registreras enligt första stycket om den utländska utgivaren så

önskar. Finanstillsynet bemyndigas i samma stycke att fastställa de närmare reglerna om registrering av utländska aktier och obligationer. Enligt tredje stycket kan industriministern tillåta registrering av andra liknande tillgångar (andra och tredje styckena i 1 § anger det frivilliga registreringsområdet).

Kap. 4 i VP-loven behandlar rättsverkningarna av registrering. Tidigare betraktades enligt VP-loven registreringar företagna samma dag som företagna samtidigt men efter en lagändring hösten 1993 räknas rättsverkan av en registrering från tidpunkten (klockslaget) för anmälan till det kontoförande institutet. Undantaget från denna principen är affärer av fondhandlere och transaktioner som inrapporteras från en utländsk värdepapperscentral. Sistnämnda typer av transaktioner uppnår rättsverkan enligt VP-loven först omedelbart före den datakörning i vilken de avvecklas.

I bekendtgørelsen har VP fått rätt att registrera fondpapper som inte är noterade vid Köpenhamns fondbörs. VP kan även, efter godkännande av Finanstillsynet, registrera andra finansiella instrument. Föresättningsreglerna i båda fallen är att utgivaren begär det och att instrumenten uppfyller kraven i loven och bekendtgørelsen samt är tekniskt förenliga med registreringssystemet.

Industriministern kan, efter framställning från VP, bestämma att vissa instrument inte omfattas av lagen trots att de är utgivna vid eller senare noterade vid Köpenhamns fondbörs (bekendtgørelsen 31 §). Industriministern kan även tillåta att börsnoterade företag som är noterade vid utländsk fondbörs får utge dokument som bevis för fondpapperet om det krävs enligt reglerna i det ifrågavarande landet (bekendtgørelsen 31 a §).

Enligt 2 kap. 2 a § i loven är utgivare av utländska fondtillgångar skyldiga att på särskilt säkrat konto eller särskild säkrad depå till fördel för VP deponera utgivna fondpapper som motsvarar de i VP registrerade fondpapperen.

VP-loven och bekendtgørelsen kompletteras av anslutningsavtal mellan kontoförande institut och VP samt VP:s anvisningar för VP-systemet. Regler avseende clearing och avveckling återfinns i anslutningsavtalet.

Dagen före avvecklingsdagen inrapporterar fondhandlere de gjorda affärerna. Sådan inrapportering kan ske till kl. 19.00. Vid en affär mellan en fondhandlare och en annan deltagare, t.ex. en storkund såsom ett försäkringsbolag, skall inrapportera affären och motparten bekräfta den. Samma kväll kontrollerar VP om parterna har täckning för sina affärer. Vid affärer mellan fondhandlare skall bägge parter inrapportera affären. Beträffande de finansiella instrumenten kontrollerar VP om säljaren av instrumentet har täckning på sitt VP-konto för försäljningen. Utöver behållningen på VP-kontot får i täckningsunderlaget även ingå godkända förvärv av instrument med samma avvecklingsdag som den gjorda affären.

VP kontrollerar även att köparna av instrumenten har täckning för köpet — alla affärer med samma avvecklingsdag ingår — och räknar ut ett nettobelopp. Fondhandlare skall ha konto i Danmarks Nationalbank,

medan övriga deltagare skall ha ett särskilt konto för VP-avvecklingen i en bank. Danmarks Nationalbank och bankerna anger dagligen för varje konto det maximala belopp som VP får debitera kontot.

Betalningsavvecklingen av affärerna sker över konton i Nationalbanken. Bankerna kan erhålla kredit hos Nationalbanken som sträcker sig över dagen. Det maximala kreditbeloppet är relaterat till bankens egna kapital. För en ny bank ställer Nationalbanken under de två första åren krav på säkerhet. Det har diskuterats om Nationalbanken skulle börja kräva säkerhet av banker, i vart fall "vissa banker", men Nationalbanken har inte velat göra en kreditvärdering av bankerna. Däremot måste fonds-handlere liksom andra aktörer som inte är bank ställa säkerhet brutto för sina köp. Som säkerheter godtar nationalbanken kontanter, bankgarantier, tillgångar på depå samt garantier från försäkringssällskap och utländska banker. Handel och avveckling genom VP och Nationalbanken kan ske i utländsk valuta.

Om täckning finns hos samtliga deltagare för såväl leveransförpliktelserna som betalningsåtagandena ges s.k. "grönt ljus", vilket innebär att de likvida medlen är tillgängliga på avvecklingsdagens morgon. De finansiella instrumenten läses och blir först på kvällen på avvecklingsdagen överförda till köparnas VP-konton. För det fall någon av clearingdeltagarna saknar täckning blir det "gult ljus". Detta innebär att deltagaren får frist till kl. 10.30 på avvecklingsdagen för att skaffa täckning. Den som orsakar gult ljus riskerar att få betala ett belopp om 25 000 kronor. Skulle en deltagare misslyckas med att få fram likvida medel blir det "rött ljus". Det är relativt vanligt med "gult ljus" men något "rött ljus" har hittills aldrig inträffat.

Om en deltagare saknar de finansiella instrument som skall levereras eller överskrider det maximala belopp som VP får debitera deltagarens konto föreskriver anslutningsavtalet att transaktionerna inte skall genomföras. För att begränsa verkningarna har VP emellertid rätt men inte skyldighet enligt nämnda avtal att göra en omräkning för att se vilka transaktioner som kan genomföras. Därefter genomförs avvecklingsprocessen på grundval av det nya underlaget. Enligt VP borde det vara möjligt att efter omräkningen ge grönt ljus på eftermiddagen på avvecklingsdagen. Enligt reglerna om regress m.m. i anslutningsavtalet är VP enligt huvudregeln fritt från allt ersättningsansvar som kan följa på sådana backningar.

Vid avvecklingen hos VP blir således de likvida medlen tillgängliga på morgonen på avvecklingsdagen medan instrumenten överförs först på kvällen samma dag. De finansiella instrumenten är låsta hela avvecklingsdagen. Rent faktisk sker således inte någon samtidig leverans mot betalning. VP hävdar, med stöd av utlåtande från juridisk expertis, att en obeståndssituation för någon av deltagarna under avvecklingsdagen inte skulle komma att påverka överförandet av instrumenten. Om en fondhandlare skulle vilja ha betalning från en kund under avvecklingsdagen, har VP möjlighet att utfärda en garanti för att instrumenten kommer att överföras till visst konto.

Övrigt

I jämförelse med den svenska värdepappersmarknaden har den danska en enklare struktur. Handeln är koncentrerad till Köpenhamns fondbörs och börsmedlemmarna. Clearing och avveckling sker genom VP och Nationalbanken och kompletteras vad avser standardiserade optioner och terminer av Garantifondens verksamhet. Den danska värdepappershandeln betjänas dessutom av ett gemensamt datasystem som VP administrerar.

Enligt företrädare för Köpenhamns fondbörs, VP och Garantifonden har man i Danmark funnit det naturligt att dessa institutioner, som utgör den nationella infrastrukturen på värdepappersområdet, styrs av finanssektorn. Centralbanken samt myndigheter och institut från den danska värdepappersmarknaden är därför representerade i dessa institutioners styrelse. Köpenhamns fondbörs, VP och Garantifonden är för närvarande icke-vinst maximerande institut.

I den danska lagstiftningen har under senare år gjorts flera förändringar av betydelse för clearing och avveckling. Som exempel kan nämnas möjligheten för utländska värdepapperscentraler att bli kontoförande hos VP och de utvidgade möjligheterna att registrera bl.a. utländska finansiella instrument enligt VP-loven. Genom förändringarna har lagstiftningen i Danmark erhållit en större flexibilitet för att därmed kunna möta den pågående utvecklingen på värdepappersmarknaden.

Det danska systemet för clearing och avveckling har fungerat väl i över tio år och vissa dagar kan avvecklingen avse värden på drygt 100 miljarder DKK per dag. Under åren har en handfull danska banker och börsmäglare gått i konkurs eller ställt in betalningarna men detta har ännu aldrig, enligt VP, medfört några märkbara problem vid avvecklingen. Nationalbanken lämnar, som tidigare nämnts, kredit till danska marknadssaktörer efter kreditvärdering och eventuell tilläggssäkerhet. Nationalbanken tar således vid avvecklingen i VP en kreditrisk motsvarande lämnad kredit. Storleken på risktagandet bestämmer styrelsen för Nationalbanken.

Den allvarligaste risken, enligt VP, för VP-systemet är om en fondshandlare skulle gå i konkurs före det "gula ljuset" har släckts. Denna situationen kallas rött ljus och har aldrig förekommit i praktiken. Vid en sådan situation kan emellertid behov uppkomma av att backa alla fondhandlarens affärer i VP-systemet. Vid en sådan backning kan övriga marknadsdeltagare vara tvungna att ersätta de backade affärerna med nya affärer på marknaden, kanske till ett annat, oförmånligare pris. En backning medför således att övriga marknadsdeltagare utsätts för en ersättningskostnadsrisk. Vilka konsekvenser en backning får är givetvis beroende av den enskilde deltagarens exponering i handeln och vilka följder backning får för övriga deltagare. Enligt VP som regelbundet på basis av marknadsdata prövar konsekvenserna av rött ljus skulle följderna bli begränsade.

3.2.2 Norge och Finland

Den dominerande marknadsplatsen i Norge för handel med aktier och obligationer samt standardiserade terminer och optioner är Oslo Børs. Efter danskt mönster inrättades i mitten av 1980-talet en Verdipapirsentral (VPS) för kontobaserad, dokumentlös registrering av värdepapper. Sådan registrering är obligatorisk för börsnoterade aktier och obligationer. Vid avvecklingen av värdepappersaffärer sköter Verdipapirsentralen leveransen av instrumenten, medan betalningsavveckling går igenom centralbanken. I Norge är handel samt clearing och avveckling av standardiserade terminer och optioner uppdelad. Oslo Børs är som nyss nämnts den officiella marknadsplatsen för derivathandeln. Affärer i dessa instrument som ingåtts på Oslo Børs garanteras av Norsk Opsjonssentral och leverans sker genom Verdipapirsentralen.

Aktier handlas i Finland huvudsakligen på Helsingfors fondbörs och obligationer handlas huvudsakligen på OTC-marknader men också på fondbörser. Handel med standardiserade terminer och optioner sker hos Finlands Optionsmäklare AB (FOM) och Finlands Optionsbörs AB (FOB). Båda bolagen fungerar som såväl marknadsplats som clearing- och avvecklingsinstitut. Vid FOM sker handel med aktierelaterade derivatinstrument och med valutaoptioner medan hos FOB handel sker med valutaterminer och valutaoptioner samt ränteinstrument.

I slutet av 1980-talet beslöt man i Finland att övergå till ett dokumentlöst system, där de fysiska värdepapperen har ersatts med registreringar i ett datasystem. De viktigaste lagarna för detta s.k. värdeandelssystem, är lagen om värdeandelssystemet och lagen om värdeandelsskonton. Lagstiftningen trädde i kraft den 1 augusti 1991. Lagstiftningen i Finland skiljer sig från den i de övriga nordiska länderna så till vida, att den tillåter en diversifierad registreringsstruktur — det föreskrivs inte att det skall finnas endast ett centraliserat registreringsinstitut. För deltagarna på penningmarknaden tillhandahåller Helsingfors Penningmarknadscentral AB ett datasystem i vilket emissioner av värdeandelar och registerföring av dessa sker. Centralen är inte en marknadsplats utan sköter clearing och avveckling mellan deltagarna. Först efter att ha kontrollerat förutsättningarna för en affär påtar sig Penningmarknadscentralen ansvaret för att leveransen kan genomföras.

Avsikten är att värdeandelssystemet skall tas i bruk stegvis. Finlands bank och andra bankers bankcertifikat samt statens skuldförbindelser ingår i systemet. Därefter kommer även andra penningmarknadsinstrument att ingå i systemet. Också börsbolagens aktier och de bolags aktier som är upptagna på OTC- och mäklarlistan på Helsingfors fondbörs skall omvandlas till värdeandelar. Masskuldebrev förväntas anslutas till värdeandelssystemet inom en nära framtid.

3.2.3 Nordiskt samarbete

Vid ett möte i juni 1988 beslutade Nordiska ministerrådet att öka samrådet och informationsutväxlingen i kapitalmarknadsfrågor. Dessa frågor har därefter varit föremål för behandling i en arbetsgrupp med

deltagare från de nordiska länderna. Arbetet i denna arbetsgrupp har bl.a. resulterat i två rapporter. Den första, Rapport vedrørende børsamarbejde i Norden, publicerades i april 1991 (Nordiske Seminar- og Arbejdsrapporter 1991:537). Den andra rapporten, Børsamarbeidet i Norden - statusrapport, (Nordiske seminar — og Arbejdsrapporter 1992:590) kom hösten 1992. Rapporterna är som namnen antyder främst koncentrerade på samarbetet mellan de nordiska fondbörserna men innehåller även rekommendationer avseende clearing och avveckling. Vidare behandlas i rapporterna EG:s regler med avseende på värdepappershandeln och införlivandet av dessa i de nordiska länderna.

Beträffande clearing och avveckling konstaterades i 1991 års rapport att värdepapperscentralerna i Norge, Danmark och Sverige ligger väl framme i den internationella utvecklingen. Systemen i dessa länder är uppbyggda enligt likartade principer, vilket innebär att möjligheterna till samarbete mellan de nordiska värdepapperscentralerna är goda. EG:s regler skulle enligt arbetsgruppen utgöra utgångspunkt för en samordning av de nordiska ländernas regelverk. På de områden där EG ännu inte förslagit några regler rekommenderade arbetsgruppen bl.a. att de nordiska länderna skulle öka möjligheterna att registrera värdepapper i varandras värdepapperscentraler och att länderna skulle avskaffa sådana regler som utgjorde hinder för handeln med värdepapper inom Norden. De nordiska finansministrarna uttalade vid Nordiska ministerrådets möte den 19 juni 1991 att de var eniga om att arbeta vidare med dessa förslag. Ministrarna gav också arbetsgruppen i uppdrag att före utgången av 1992 lämna en rapport om arbetet vilket också har skett genom den ovan nämnda statusrapporten.

I rapporten från 1991 rekommenderade arbetsgruppen att de nordiska värdepapperscentralerna skulle kunna vara kontoförande hos varandra, att de skulle kunna ägarregistrera värdepapper även när huvudregistret finns i ett annat lands värdepapperscentral och att de skulle kunna som förvaltare registrera behållningar av värdepapper hos varandra. Arbetsgruppen rekommenderade att, i de fall det är nödvändigt, lagstiftningen skulle ändras så att värdepapperscentralerna erhöll nämnda möjligheter.

De nordiska värdepapperscentralerna har i en rapport från januari 1992 följt upp arbetsgruppens förslag. I centralernas rapport "Nordiske oppgjørslinker Rapport fase-1" konstateras bl.a. att det för ett samarbete mellan de nordiska värdepapperscentralerna är av avgörande betydelse att centralerna kan vara kontoförande hos varandra. I rapporten påpekar centralerna vidare vikten av att förvaltarregistrering är möjlig samt att lagstiftningen harmoniseras för att länkarna mellan centralerna skall kunna fungera smidigt. Därvid påpekas bl.a. de skilda reglerna i Norden beträffande myndigheternas insynsrett, tidpunkten för äganderättens övergång, vissa skatteregler och regler för registrering av utländska fondpapper.

3.3 Förhållandena i några länder och regioner

3.3.1 USA

Allmänt

Den amerikanska värdepappersmarknaden är unik i fråga om omfattning. Där finns ett stort antal aktörer, marknadsplatser och clearingorganisationer samt många olika finansiella instrument.

Storleken på den amerikanska marknaden kan bäst exemplifieras med några siffror avseende volym och omsättning. Vid utgången av år 1990 var värdepapper för 9 500 miljarder USD utestående, varav 2 600 miljarder USD utgjorde statspapper. Till statspapper räknas också värdepapper utgivna av "agencies", dvs. myndigheter. I nyss nämnda summa ingår emellertid inte s.k. mortgage-backed securities (MBS). Utestående volym av mortgage-backed securities som utges av amerikanska myndigheter eller privata företag med underliggande bostadslån som säkerhet var drygt 1 000 miljarder USD. Den årliga omsättningen av statspapper var nästan nio gånger så stor som den utestående volymen. Omsättningen på aktiemarknaden, där den utestående volymen var 3 500 miljarder USD, uppgick till drygt en halv gång av den utestående volymen. På aktiesidan var derivatprodukterna på sätt och vis viktigare än aktierna. Det underliggande värdet av handlade terminer och optioner på derivatbörserna var tre gånger större än volymen på avistamarknaden.

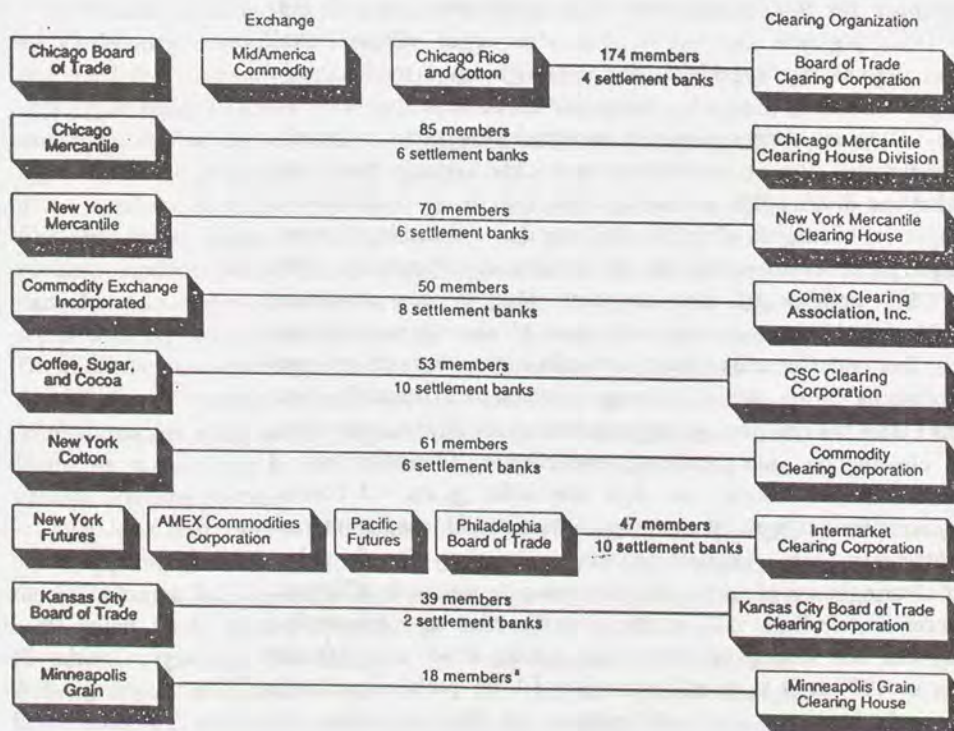
Det finns i USA två typer av clearingorganisationer (clearing agencies), nämligen clearinghus och värdepappersförvarare (depositories). I clearinghusen matchas avsluten om detta inte redan gjorts vid börsen. Därefter genomförs vanligen ett nettningsförfarande och medlemmarnas betalningsåtaganden och leveransförpliktelser räknas ut. Det är vidare vanligt att clearinghusen på något sätt garanterar de matchade affärerna. Fondpapperen är i de flesta fall dematerialiserade eller immobiliserade i ett kontosystem hos värdepappersförvarare. Under slutet av 1960-talet och början av 1970-talet hade många aktörer i USA problem med den pappersbaserade hanteringen av värdepapper. En följd av denna s.k. "papperskris" var en ökad immobilisering av värdepapper hos förvarare.

De två dominerande marknadsplatserna för aktiehandel i USA är New York börsen (New York Stock Exchange, NYSE) och den amerikanska fondhandlareföreningens (National Association of Securities Dealers, NASD) elektroniska handelssystem NASDAQ. Dessa två utgör världens två största aktiebörser. Under 1992 var omsättningen vid NYSE 1 745 miljarder USD och vid NASDAQ 891 miljarder USD.

På aktiemarknaden utgör National Securities Clearing Corporation (NSCC) det dominerande clearinghuset. NSCC ägs gemensamt av New York Stock Exchange, American Stock Exchange och National Association of Securities Dealers. NSCC drivs inte i vinstsyfte och någon utdelning till ägarna lämnas inte heller. Ungefär 95 % av alla aktietransaktioner i USA clearas av NSCC. Värdepappersförvarare för förvaring och leverans av aktierna i ett kontosystem är NSCC:s systerföretag Depository Trust Company (DTC). DTC förvarar även andra instrument

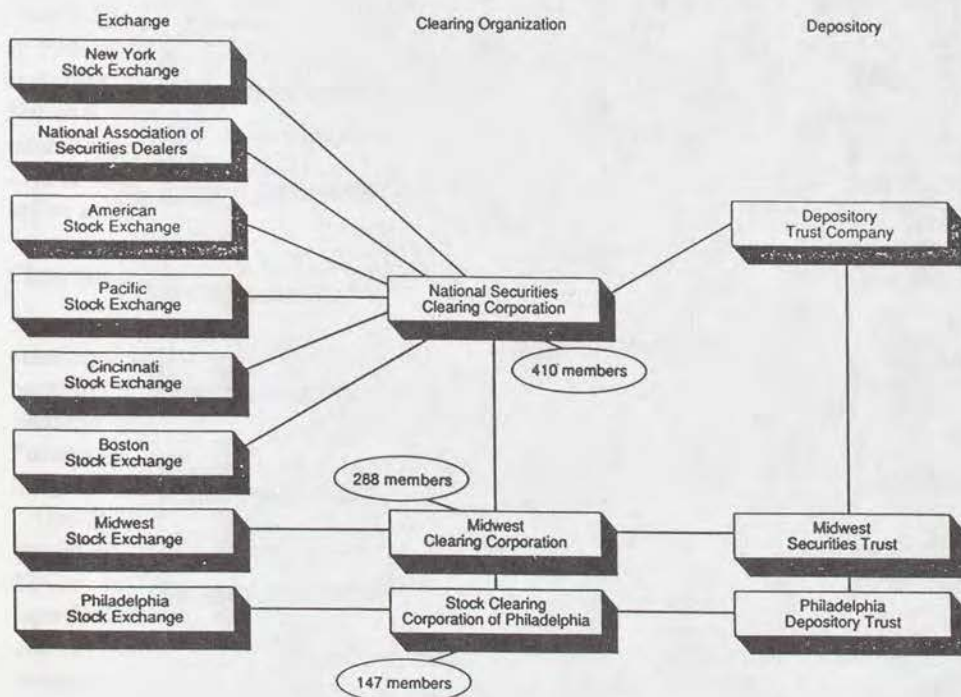
än aktier, t.ex. obligationer. Det bör härvid anmärkas att underliggande dokument fortfarande krävs på aktiesidan för amerikanska företag. Något hinder för handel och registrering i USA av utländska dokumentlösa aktier föreligger inte. Vid sidan av NSCC har två regionala aktiebörser, the Midwest Stock Exchange och the Philadelphia Stock Exchange, egna clearingorganisationer och värdepappersförvarare

Figur 3:1 strukturen på den amerikanska aktiemarknaden. Källa GAO-rapporten.



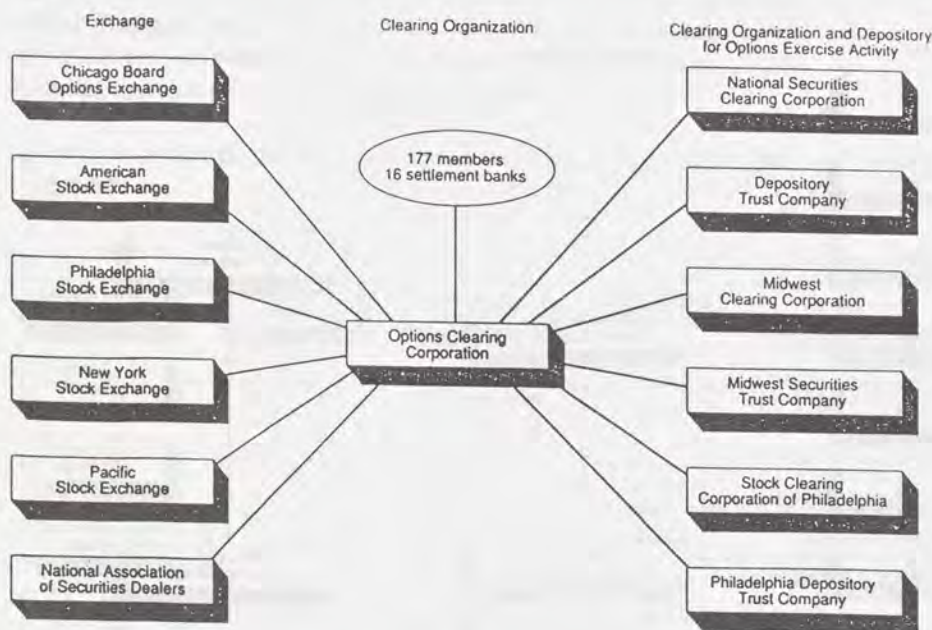
På optionsmarknaden ansvarar Options Clearing Corporation (OCC) för clearing av alla optionsavtal som ingås vid de sex optionsbörserna i USA. OCC ägs av optionsbörserna och drivs inte i vinstsyfte. Om ett överskott skulle uppstå betalas det tillbaka till medlemmarna. Leverans vid lösen av en option sker genom avistamarknadens clearinghus och värdepappersförvarare.

Figur 3:2 strukturen på den amerikanska optionsmarknaden. Källa GAO-rapporten.



Medan aktie- och optionsmarknaderna uppvisar relativt koncentrerade strukturer vad avser clearing och avveckling är strukturen på terminsmarknaden mer splittrad. Handeln på terminsbörserna omfattar futures med fondpapper, valuta och råvaror som underliggande tillgångar. Futures är terminskontrakt som är standardiserade. De kännetecknas av att det sker en daglig avräkning av vinster och förluster på utelöpande kontrakt samt att dessa i motsats till forwardkontrakten kan avslutas före löptidens slut genom en motaffär. The Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC) och the Chicago Mercantile Exchange Clearing House Division (CME) är de största clearinghusen vad avser terminer. De hanterar ungefär 80 % av volymen på marknaden

Figur 3:3 strukturen på den amerikanska terminsmarknaden. Källa GAO-rapporten.



Handeln på statspappersmarknaden sker nästan helt mellan parterna via telefon. Statspappersmarknaden är på en världsomspännande dygnet runt marknad. Nästan alla statspapper och värdepapper utgivna av federala myndigheter emitteras, registreras och överförs i Federal Reserves kontosystem. Något underliggande dokument erfordras inte utan statspapperen är immaterialiserade. Clearing och avveckling av statspapper sker endera direkt hos Federal Reserve eller via Government Securities Clearing Corporation (GSCC). GSCC är ett privat bolag och dotterföretag till NSCC. Det är endast s.k. depository institutions (i huvudsak banker) som har rätt att vara direkta medlemmar i Federal Reserves kontosystem. Övriga, t.ex. värdepappersbolag och deras kunder, har inte direkt tillgång till systemet utan får utnyttja en bank som ombud.

Vid handel och avveckling på statspappersmarknaden i USA tillämpas tre olika principer. Vid affärer enligt principen "same-day" sker avvecklingen direkt mellan parterna genom en bank eller Federal Reserves kontosystem. Vid affärer enligt principerna "next-day", även kallat regular-way trades, eller vid forward-settlement trades kan avvecklingen mellan parterna ske genom GSCC, som både matchar och multilateralt nettar affärerna, eller genom Federal Reserves kontosystem. På sätt och vis är GSCC ett försystem till Federal Reserves system eftersom själva avvecklingen efter nettningsförfarandet sker hos Federal Reserve. GSCC tillkom för att lösa de problem med omfattande kreditexponeringar som kontinuerligt uppstod i Federal Reserves system. Avvecklingen direkt i Federal Reserve sker av varje affär för sig där överföringen av värdepap-

per motsvaras av en kreditering av levererande banks konto och debitering av mottagande banks konto.

De federala myndigheternas mortgage-backed securities som utges av Federal Home Loan Mortgage Corp. (FHLMC eller "Freddie Mac") och av Federal National Mortgage Association (FNMA eller "Fannie Mac") avvecklas genom Federal Reserve medan de som utges av Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae") avvecklas i en privat, relativt ny clearingorganisation, Participants Trust Company (PTC) eller i fysisk form. Matchning och netting avseende mortgage-backed securities utförs av MBS Clearing Corporation (MBSCC).

Clearing och avveckling

Securities and Exchange Commission (SEC) är tillsynsmyndighet för clearingorganisationerna i USA med undantag för de organisationer som hanterar clearingen av handeln på terminsbörserna. Ansvar för clearingorganisationerna på terminsmarknaden ligger på the Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Hos SEC ligger ansvaret för tillsynen på the Division of Market Regulation.

Den federala lagregleringen av clearingorganisationerna tillkom år 1975 genom ett tillägg till the Securities Exchange Act, Section 17A, som styr SEC:s behörighet avseende clearingorganisationer. Bakgrunden till lagstiftningen var att den ökade handelsvolymen på slutet av 1960-talet och i början av 1970-talet medförde stora hanteringsproblem för deltagarna i handeln (den s.k. papperskrisen). I Section 17A definieras clearing agencies och det finns som tidigare nämnts två typer, clearinghus och värdepappersförvarare (depositories). Vidare slås fast att dessa är självreglerande institutioner och att de skall vara registrerade av SEC. För registrering av en clearingorganisation krävs att den har skydd för investerarna. Vidare uppställs följande generella krav. Clearingorganisationen skall kunna uppfylla lagens krav och främja en snabb och omsorgsfull clearing och avveckling samt ha erforderligt skydd för de värdepapper och medel som institutionen hanterar. Slutligen skall clearingorganisationer tillförsäkra aktieägare och deltagare i clearing en rättvis representation i styrelsen för organisationen. Section 17A kompletteras av s.k. Standards, närmast föreskrifter, som utges av the Division of Market Regulation och fungerar som riktlinjer när en clearingorganisation ansöker om registrering.

Tillsynen sker genom kontroll av registreringskraven och granskning av att clearingorganisationernas regler överensstämmer med Section 17A i the Securities and Exchange Act och nämnda föreskrifter. Vidare företar SEC periodiska utvärderingar av clearingorganisationerna (kallas "inspections") och särskilda studier.

CFTC som tillkom 1974 för att administrera the Commodity Exchange Act är tillsynsmyndighet för terminshandeln och har således ansvaret också för clearing och avveckling av sådana instrument. Historiskt sett har CFTC i första hand varit inriktat på prövningen av instrumenten och övervakningen av handeln. CFTC har inte, i vart fall före 1987, ägnat

clearingdelen någon större uppmärksamhet. I den federala lagstiftningen för terminshandel uppställs endast ett krav avseende clearing, nämligen att det för börstillstånd erfordras ett clearinghus.

Clearingverksamheten i USA kännetecknas av det stora antalet clearinginstitut som betjänar den amerikanska värdepappersmarknaden. Skillnader i organisation och struktur föreligger visserligen mellan de olika instituten men några mer generellt utmärkande drag kan skönjas. Federal Reserves system för kontohållning, clearing och avveckling av statspapper och federala myndigheters bostadspapper intar en särställning och förbigås därför.

Clearinginstituterna är vanligen ägda av börser eller av användarna (medlemmarna) och även om instituten ägs av en eller flera börser är användarna tillförsäkrade inflytande över verksamheten genom t.ex. platser i styrelsen eller rösträttsöverenskommelser. Clearinginstituterna är registrerade som vanliga vinstdrivande bolag men drivs genomgående utan direkt vinstsyfte. I vart fall är vinstsyfte inte direkt uttalat och om överskott uppkommer i verksamheten kan det utnyttjas för konsolidering av institutet, dvs. läggas till det egna kapitalet eller i clearingfonden. Om sådant behov inte föreligger utdelas överskottet till medlemmarna endera direkt eller genom sänkta avgifter för clearingverksamheten.

Clearinginstituterna har för att trygga verksamheten ett visst eget kapital. Därutöver har flera organisationer tillgång till s.k. clearingfonder bestående av tillgångar som medlemmarna har tillskjutit. Dessutom föreligger i vissa fall skyldighet för medlemmarna och ägarna att vid behov tillskjuta ytterligare kapital. För att hantera och minimera riskerna vid clearing och avveckling har de amerikanska clearinginstituterna olika riskhanteringssystem. Figur 3.4 nedan ger en översiktlig bild av de olika clearinginstitutens metoder för att hantera riskerna i verksamheten.

Figur 3:4 Clearinginsitutsriskhantering

Feature	U.S. government securities		Mortgage-backed securities		Corporate and municipal securities		Options	Futures
	GSCC	Book-entry Fedwire	MBSCC	PTC	NSCC	DTC (NDFS)	OCC	BOTCC, CME
Monitoring of participants' financial condition.....	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Incentives for bilateral risk management (loss-sharing agreements).....	Yes	No	Yes	Yes	No	No	No	No
Membership standards....	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Net debit caps (or position limits).....	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
Marking-to-market.....	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
Collateral requirements								
On direct obligations	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
On contingent obligations	Yes	n.a.	n.a.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Bank credit lines	Yes	n.a.	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes

Källa: Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets

Av figur 3:4 framgår att samtliga medtagna clearinginstitut övervakar clearingmedlemmarnas finansiella ställning (monitoring of participants' financial condition) och har krav för medlemskap (membership-standards). Beträffande övriga åtgärder för att hantera riskerna vid verksamheten, incitament för att hantera motpartsriskerna (incentives for bilateral riskmanagement), positionsbegränsningar (net debit caps.), daglig marknadsvärdering (marketing to market), säkerhetskrav (collateral requirements) och bankkrediter (bank credit lines) föreligger inte samma enighet.

Utvecklingen av clearing och avveckling efter oktober 1987

Efter börskraschen i oktober 1987 tillsatte presidenten en arbetsgrupp, Working Group of Financial Markets (WG) som bl.a. skulle studera hur clearing och avveckling hade fungerat vid oktoberkraschen.

General Accounting Office (GAO) har i rapporten *Clearance and Settlement Reform the Stock, Options and Futures Markets Are Still at Risk* från april 1990 (GAO-rapporten) följt upp arbetsgruppens påpekande om brister och arbetsgruppens rekommendationer. Rapporten tar även upp den s.k. Trettio-gruppens rekommendationer. I rapporten har problemen delats upp på tre områden.

1. Systemens kapacitet.

Vid kraschen uppstod problem i de datoriserade system som betjänar aktörerna, dvs. clearingmedlemmar, börser och clearinginstitut. Dessa system hade svårt att hantera de stora volymerna och volatiliteten i handeln under de kritiska dagarna. Exempelvis fördubblades antalet affärer på aktiemarknaden som misstämde i fråga om pris och kvantitet. På optionssidan hade OCC problem att erhålla prisinformation och även vissa problem med att få denna information verifierad.

Slutsatsen i rapporten är att börserna och clearinginstituten har gjort betydande framsteg när det gäller att lösa problemen med handels-, matchning- och informationssystemen. Dock återstår för aktiemarknaden att uppfylla arbetsgruppens rekommendation om matchning samma dag av gjorda affärer samt att förkorta avvecklingstiden från fem dagar till tre dagar i enlighet med Trettio-gruppens rekommendation.

2. Clearingorganisationernas riskhantering.

Under kraschen visade det sig att riskhanteringssystemen hos några organisationer var otillräckliga. Ett antal clearingmedlemmar hade otillräcklig likviditet för att kunna möta gjorda åtaganden. Enligt WG:s åsikt förelåg också brister vad avser storlek och likviditet beträffande clearingfonderna. Clearingorganisationernas begränsade möjligheter att upptäcka medlemmars exponering på andra marknader utgjorde också ett problem.

Enligt GAO-rapporten har framstegen på detta område varit relativt långsamma. Vad avser clearingfonderna ifrågasätts hur stor andelen bankgarantier (letter of credit) får vara i sådana fonder. I rapporten påpekas

vidare riskerna med bankgarantier och krediter från banker eftersom en bank kan vägra eller sakna förmåga att uppfylla sitt åtagande. Ett annat och svårlost problem är att det saknas ett system för att få information om en clearingmedlems position på andra marknader, dvs. hur skall ett clearinghus på aktiesidan få information om en medlems åtagande på t.ex. statspappers-, termins- eller valutamarknaden. GAO-rapporten efterlyser ett informationsutbyttssystem mellan clearingorganisationer.

3. Försenade betalningar till och från clearingorganisationer.

En del betalningar till och från clearingorganisationer gjordes efter den utsatta tiden vid options- och terminshandeln. Två stora clearingorganisationer - CME och OCC - klarade av att möta sina juridiska åtagande att betala samma dag men var sena med betalningar till clearingmedlemmar. Bankerna hade problem med att fatta snabba och erforderliga kreditbeslut, sannolikt på grund av de stora betalningarna och till dessa hörande risker.

Inte heller dessa problem är enligt GAO-rapporten helt lösta. Två huvudpunkter återstår. Den första är att clearingmedlemmarnas tillgång till kredit är oklar. Enligt SEC är detta inte clearingorganisationernas problem utan de enskilda clearingmedlemmarnas ansvar. Dessutom är det fråga om konfidentiell information mellan banken som lämnar kredit och den enskilda clearingmedlemmen, vilket har inneburit att clearingsmedlemmarna inte öppet velat diskutera frågan. Det andra problemet rör möjligheten att minska kontantkraven genom nettniing av krav mellan clearingorganisationer och att integrera clearingerna mellan de skilda marknaderna. Det skulle alltså innebära en form av korsclearing inte bara mellan olika instrument utan även mellan skilda clearingorganisationer. Enligt GAO-rapporten har det genomgående varit enklare att lösa problem knutna till en marknad eller ett visst handelssystem. Däremot har det gått långsammare beträffande problem som berör flera marknader.

En intressant studie av clearing och avveckling i USA utkom i mars 1992, nämligen *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets*, utgiven av Board of Governors of the Federal Reserve System i serien Staff study, nr 163. Denna studie innehåller en analys av kredit- och likviditetsriskerna vid clearing och avveckling på den amerikanska värdepappersmarknaden. Studien bygger i väsentliga delar på den analys av dessa risker som gjorts i den s.k. Lamfalussy-rapporten (se avsnitt 3.5.1). För hanteringen av riskerna vid clearing och avveckling är det enligt studien väsentligt att en clearingorganisation har finansiell och operationell integritet. Vidare uppställs följande grundläggande krav på en clearingorganisations riskhanteringssystem.

1. Begränsa kreditförluster och likviditetsproblem till följd av att en clearingdeltagare inte kan fullfölja sina åtaganden.

2. Säkra att avvecklingen kan ske på utsatt tid och att eventuella förluster kan täckas av övriga deltagare.

3. Garantera att det finns säkra och tillförlitliga system (t.ex. data- och kommunikationssystem) för clearingverksamhetens kritiska funktioner.

Även i denna studie (jfr GAO-rapporten) betonas behovet av en bättre koordination mellan clearingorganisationer verksamma på skilda delmarknader, särskilt vad avser clearingen av instrument med nära koppling med varandra såsom aktier och aktieterminer eller optioner. Bristen på koordination medför att clearingorganisationerna saknar information om clearingdeltagares positioner på andra marknader, vilket innebär att organisationen inte kan göra en riktig riskbedömning. Denna brist på information och avsaknaden av clearing mellan de olika delmarknaderna kan medföra att en clearingorganisation ställer krav på betydligt större säkerheter än vad som vore erforderligt om organisationen hade kunskap om deltagarens fullständiga position. Därtill kommer att likviditetspressen på deltagarna i många fall skärps genom att det tillämpas olika avvecklingsperioder på delmarknaderna och även skilda tidpunkter för den dagliga avvecklingen. Därtill kommer i USA problemet med skilda tidzoner.

I rapporten påpekas att deltagarna i hög grad utnyttjar bankkrediter för att täcka sina åtaganden vid avvecklingen, särskilt när marknaden är turbulent. Den ökade efterfrågan på bankkrediter på grund av clearing-systemens uppsplittring medför enligt studien behov av att studera två frågor som hittills inte fått någon större uppmärksamhet. Dessa är (1) om tillgänglig kredit är tillräcklig för att stödja deltagarnas avvecklingsåtaganden och (2) om bankernas åtgärder för att bevaka och kontrollera kredit- och likviditetsrisker som uppkommer genom behovet av ökade krediter är tillräckliga, särskilt risker över dagen.

Övrigt

I USA antogs i december 1991 federal lagstiftning om nettning (netting), nämligen the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991 (FDIC). Syftet med lagstiftningen var att undanröja all tveksamhet om en nettningsöverenskommelses giltighet. Reglerna om nettning gäller kontrakt, bilaterala eller multilaterala, mellan vissa finansiella institutioner och medlemmar av clearingorganisation. Även clearingorganisationer ingår självfallet. I stället för att knyta reglerna till affärer med vissa finansiella instrument har området för lagstiftningen således bestämts till aktörerna på de finansiella marknaderna. Skälet till detta är att man vill undvika att ändra lagen "each time financial rocket scientists develop new products". Syfte med reglerna är att kontrakt innehållande avtal om netting skall följas även om en av parterna inte kan fullfölja sina åtaganden. Bland annat föreskriver lagen att ett domstolsutslag eller annat förfarande inte skall begränsa eller försena tillämpligheten av lagens bestämmelser om nettning.

Riskerna vid OTC-handeln med derivatinstrument har de senaste åren tilldragit sig ett allt större intresse världen över, så också i USA. Handel samt clearing och avveckling sker på denna marknad till övervägande del direkt mellan parterna. Det är här fråga om mycket stora affärer. En studie, *Derivative Product Activities of Commercial Banks* (januari 1993, nedan Riegle-studien), av denna marknad i USA har utförts av Board of

Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation och Office of Comptroller of the Currency (två andra rapporter om denna marknad av CFTC resp. GAO beräknas läggas fram under 1993). Bakgrunden till studien var ett antal frågor som senator Riegle hade ställt till dessa myndigheter hösten 1992 om OTC-handeln. Enligt tabell 1 i Riegle-studien så uppgick det nominella värdet på utestående derivat vid utgången av år 1991 till 3 518 miljarder USD beträffande instrument på derivatbörserna och till 4 449 miljarder USD beträffande instrumenten på OTC-marknaden. Därvid bör emellertid anmärkas att enligt studien ersättningskostnaden utgör det mest representativa sättet att mäta kreditexponeringen i dessa instrument. Denna kostnad är generellt två till tre procent av det nominella värdet.

I Riegle-studien betonas betydelsen av bankernas egna system för att kontrollera exponeringen vid OTC-handeln och riskerna i denna handel. Enligt studien har bankerna hittills lyckats väl med att hantera riskerna i denna handel men det krävs enligt studien att riskhanteringssystemen fortlöpande förbättras för att kunna motsvara de ökade kraven.

Vad gäller handeln med terminer på OTC-marknaden har det funnits en potentiell risk att CFTC med stöd av the Commodity Exchange Act skulle finna att denna handel utgjorde en olaglig terminshandel utanför terminsbörserna (se avsnitt 4.2 om legala risker). Denna risk har numera minskat genom bl.a. ett principuttalande från CFTC som även har föreslagit en ny regel för dessa instrument. En annan legal risk vid OTC-handeln, nämligen hållbarheten av nettningsöverenskommelser, har som tidigare berörts blivit föremål för särskild lagstiftning.

Utredningen vill avslutningsvis beträffande USA ta upp några synpunkter och erfarenheter från den amerikanska värdepappersmarknaden som enligt utredningens mening kan vara av särskilt värde vid en jämförelse med den svenska marknaden. Det bör dock anmärkas att USA inte i alla avseenden framstår som ett föregångsland vid avser clearing och avveckling på värdepappersmarknaden. Clearing och avvecklingssystemen är fragmenterade, regelsystemen är komplexa och tillsynen är fördelade på flera myndigheter.

Den faktiska situationen och den mycket stora värdepappersmarknaden i USA har emellertid medfört en medvetenhet och fokusering på riskerna vid clearing och avveckling. Det pågår också ett fortlöpande arbete för att minska dessa risker.

Vid studiebesöket i USA träffade utredningen representanter för clearingorganisationer, tillsynsmyndigheter och värdepappersinstitut. Dessa representanter framhöll betydelsen av att varje värdepappersmarknad har ett väl fungerande clearing- och avvecklingssystem. Säker och effektiv clearing och avveckling till rimlig kostnad var enligt marknadsaktörerna av stor betydelse för investerarnas vilja att investera på en viss marknad. Aktörerna på den amerikanska marknaden framhöll vidare betydelsen av att fondpapper och andra finansiella instrument immobiliserades eller dematerialiserades hos värdepappersförvarare. En sådan kontoföring och förvaring var av stor vikt för värdepappersindustrin och har i USA möjliggjort en rationell och säker hantering av instru-

menten samt kostnadsbesparingar för hela branschen. Enligt de amerikanska bedömarna fordrade riskerna vid OTC-handeln med derivatinstrument och valuta mer uppmärksamhet. De menade vidare att en clearingorganisation bör ägas, eller i vart fall drivas, av användarna. Den dominerande åsikten var att clearingorganisationerna inte skulle drivas i vinstsyfte och att ett eventuell överskott skulle gå tillbaka till användarna i form av utdelning eller lägre clearingavgift.

Beträffande clearingorganisationernas riskhanteringssystem framhölls bl.a. följande. Utvecklingen gick mot en snabb och kontinuerlig matchning och nettnig av affärer samt kontinuerlig övervakning av clearingmedlemmarnas positioner. Clearing och avveckling skulle ske efter modellen leverans mot betalning (DVP) och alla överföringar i clearing- och avvecklingssystem borde vara slutliga och oåterkalleliga. En clearingorganisation skulle kunna klara följderna, t.ex. kreditförluster och likviditetsproblem, av att en stor aktör ställde in betalningarna. En clearingorganisation skulle dessutom ha omedelbar tillgång till likvida medel för att även i en krissituation kunna genomföra en avveckling i rätt tid. Vidare betonades betydelsen av att det finns klara juridiska regler avseende clearingorganisationernas och medlemmarnas rättigheter och skyldigheter, t.ex. beträffande säkerheter och nettnig. Sådana regler var särskilt viktiga i en krissituation. Slutligen bör nämnas att flera av dem som clearingutredningen träffade var skeptiska, särskilt representanterna för Federal Reserve, mot clearingorganisationer som generellt tillämpade backning av affärer när en medlem inte kunde fullfölja sina åtaganden.

3.3.2 Storbritannien

Allmänt

London är den dominerande finansiella marknadsplatsen i Europa där flertalet av de stora aktörerna på värdepappersmarknaderna i Europa och även i världen finns representerade.

Huvudaktörerna på värdepappersmarknaden i London är medlemmarna av the London Stock Exchange (i fortsättningen Londonbörsen) och the London International Financial Futures Exchange (LIFFE), banker och institutionella investerare som pensionsfonder och försäkringsbolag.

Den dominerande marknadsplatsen för aktier och obligationer m.m. är Londonbörsen. Den är Europas största och den tredje största i världen. Aktieomsättningen var 1992 663 miljarder USD.

Börsen driver ett elektroniskt handelssystem som kallas SEAQ (the Stock Exchange Automated Quotations system). I SEAQ-systemet noterar marknadsgaranterna tvåvägs priser. Man brukar säga att marknaden är "quote-driven" i motsats till "order-driven". Affärerna görs därefter upp per telefon och inrapporteras till börsen. Även för statspapper anges priser i informationssystem och affärerna görs upp per telefon.

Utländska fondpapper, framförallt aktier, handlas i mycket stor omfattning på Londonbörsen. SEAQ International heter handelssystemet för de fondpapper som är noterade på Londonbörsens internationella lista (International Equity Market). För notering på denna lista krävs att

fondpapperet är inregistrerat vid en sådan börs som uppfyller de krav Londonbörsen ställer på andra börser. Därtill erfordras att minst tre av Londonbörsens medlemmar har åtagit sig att vara marknadsgaranter för det aktuella fondpapperet. Redan före tillkomsten av SEAQ International var handeln med utländska finansiella instrument livlig i London. Vid Londonbörsens kontakter med aktörerna på denna marknad framkom att det fanns behov av någon form av regelsystem och genomlysning av handeln. Tillsammans med aktörerna tog därför Londonbörsen fram lämpliga regler för denna handel och lanserade SEAQ International.

För de största svenska börsbolagen är Londonbörsen en utomordentligt viktig marknad. Under 1992 bedrevs handel på Londonbörsen med aktier i drygt 20 svenska börsbolag (Stockholms Fondbörs årsrapport 1992). Omsättningen i svenska aktier var under 1992 sammanlagt drygt 15 miljarder GBP enligt Londonsbörsens redovisning.

LIFFE som i mars 1992 slogs ihop med the London Traded Options Market är marknadsplats för handeln med standardiserade optioner och futures baserade på finansiella instrument. För svenska optioner och terminer finns OM:s dotterbolag som nyligen byt namn till OM London Securities and Derivatives Exchange Ltd (OMLX) som drivs i enlighet med OM:s koncept, dvs. en integrering av börs och clearinghus.

Vid sidan av marknadsplatserna förekommer en mycket omfattande handel med olika former av finansiella instrument och valuta. Enligt flera bedömare är det likviditeten i denna handel som har störst betydelse för London som finansiellt centrum. OTC-handeln med derivatinstrument (t.ex. icke standardiserade optioner och terminer samt svappar) är mycket livlig. Eurobondmarknaden är också oerhört viktig i London och en vanlig uppskattning är att runt 70 % av all eurobondhandel äger rum i London.

The Financial Services Act som trädde i kraft våren 1988 reglerar värdepappersmarknaden i England. Regelsystemet kan karakteriseras som en långt driven — numera mycket omdiskuterad — självreglering inom en ramlagstiftning. Regelverket täcker alla slags investeringsaktiviteter och finansiella tjänster som utförs på eller riktas till aktörer på den brittiska värdepappersmarknaden. I princip alla typer av finansiella instrument omfattas av regleringen.

Reglerna utgår från de olika aktiviteterna på marknaden och inte från institutionerna. Ansvaret för the Financial Services Act är numera överflyttat från Department of Trade and Industry till H M Treasury som har det formella ansvaret för upprätthållande av ett tillfredsställande investerarskydd och sunda förhållanden på marknaderna. Det är emellertid en privaträttslig organisation som har det dagliga ansvaret, nämligen the Securities and Investment Board (SIB). SIB har i skriften Principles and Core Rules for the Conduct of Investment Business angett vilka principer organisationen anser skall vara vägledande för aktörerna på värdepappersmarknaden i England. Under SIB finns i sin tur ett antal självreglerande organisationer för olika delar av värdepappersmarknaden.

Betalningar för stora värdepappersaffärer avvecklas till väsentlig del slutligt i CHAPS (Clearing House Automated Payments System).

Medlemmar i CHAPS är 14 banker (inkl. Bank of England). I CHAPS sker betalningsavveckling mellan medlemmarna för närvarande på netto-basis vid varje dags slut via medlemmarnas konton i Bank of England (se nedan om förslag att övergå till bruttoavveckling i realtid).

Ett begrepp som är återkommande vid diskussion om värdepappersaffärer i England är "registrar" (registrator). Enligt the Companies Act från 1985 är alla bolag skyldiga att föra register över sina medlemmar, dvs. aktieägare. Även beträffande många noterade obligationer tillämpas systemet med ägarregistrering. I princip behövs det i England två dokument för att förfoga över sådana "registered stocks", dels själva aktiebrevet eller skuldebrevet (share certificate) som utgivits av bolaget, dels en överlåtelsehandling (stock transfer form, förkortat STF) för registreringen hos bolagets "registrar". Uppgiften att registrera ägare till värdepapperen utförs ofta av särskilda "registrars", t.ex. en stor bank. Tre av de största bankerna, Barclays, Nat West och Lloyds, är dominerande som "registrar". Bank of England är "registrar" för brittiska statspapper.

Clearing och avveckling

I England finns inte någon central värdepappersförvarare eller central clearingorganisation. Planer på att införa en sådan ordning finns inte heller. I stället är målet att det skall finnas en förvarare eller ett kontosystem för varje delmarknad.

På penning- och obligationsmarknaden driver Bank of England två system för kontoföring samt clearing och avveckling av affärer. The Central Gilts Office (CGO), huvudsakligen för långa brittiska statspapper och Central Money Markets Office (CMO) för money market instrument, dvs. penningmarknadsinstrument. I både CGO och CMO sker leverans av instrumenten genom kontoöverföringar i ett dokumentlöst system. Endast om instrumenten skall levereras till en köpare som inte är medlem och inte heller indirekt genom förvaltarregistrering har konto i systemet kommer leverans att ske av instrumenten i dokumentform. Någon backning sker inte i CGO eller CMO.

Bank of England är en snart 300 år gammal institution (1694), "the Old Lady of Treadneedle Street". Bank of England var fram till 1946 en privat bank då den blev nationaliserad. Bank of England ger ut de brittiska statspapperen, gilts (bonds) och treasury bills, motsvarande ungefär statsobligationer och statsskuldväxlar. Statspappersmarknaden kallas the gilt-edged market. För dessa instrument är Bank of England som tidigare nämnts "registrar".

Central Gilts Office (CGO) startade som ett samarbetsprojekt mellan Bank of England och Londonbörsen men efter en del problem tog Bank of England över hela ansvaret och har drivit CGO-systemet sedan 1986. Av utgivna statspapper finns nu 80 % registrerade hos CGO.

I CGO-systemet avvecklas leveransåtaganden i ett kontosystem. Knutna till CGO är omkring 80 medlemmar, bl.a. marknadsgaranter i statspapper, medlemmar av Londonbörsen och banker. Därtill kommer ett stort

antal indirekta medlemmar, t. ex. försäkringsbolag och institutionella investerare, som utnyttjar CGO-systemet via ombud. Kopplat till CGO är ett system för avveckling av betalningsåtagandena kallat Assured Payment System. Detta system bygger på att varje CGO-medlem skall ha avtal med en bank som är med i CHAPS-systemet. Vid köp av instrument skall denna bank lämna ett oåterkalleligt åtagande att betala säljarens bank. Instrument som finns registrerade på köparens CGO-konto kan liksom medel köparen erhåller genom försäljningar av instrument på sådant konto utgöra säkerhet för bankens betalningsåtagande. För överföring av ett instrument i kontosystemet krävs således ett oåterkalleligt åtagande från köparens bank att betala instrumenten. Av denna anledning tillämpas mycket strikta regler om de avslutspriser som får inrapporteras till CGO för olika värdepapper. Om två aktörer gjort affärer utanför de ramar som accepteras av CGO, måste prisskillnaden regleras mellan parterna utanför CGO-systemet. Kontoöverföring i CGO-systemet initieras av säljaren och kontroll görs av att säljaren har täckning på sitt konto för leveransåtagandet. Av köparen kräver CGO-systemet en positiv bekräftelse av affären och att köparen har tillgång till nämnda oåterkalleliga åtagande att betala från en bank. Betalningsåtagandena avvecklas på nettobasis vid dagens slut genom kontoföring mellan CHAPS-bankernas konton i Bank of England. Om en medlem inte kan betala sker inte någon backning utan åtagandet från medlemmens bank kvarstår. Om en av CHAPS-bankerna skulle gå omkull sker en bilateral nettning mellan de kvarstående bankerna i systemet,

Det andra systemet Bank of England driver är Central Money Market Office (CMO). Även CMO föregicks av ett annat clearingprojekt, nämligen från den privata sektorn under namnet "London Clear". När detta projekt kollapsade 1987-88 tog Bank of England över och satte upp ett kontosystem samt clearing och avveckling för treasury bills och andra s.k. korta papper. Det bör observeras att dessa är konstruerade som löpande skuldebrev (bearer).

CMO-systemet som startade den 1 oktober 1990 liknar CGO-systemet med ett väsentligt undantag: någon oåterkallelig garanti för betalningsåtagandena lämnas inte. Varje CMO-medlem — det finns för närvarande omkring 45 medlemmar — skall ha ett avtal med en bank men denna bank kan således vägra en eller flera betalningar. Detta har emellertid aldrig hänt.

För den inhemska aktiemarknaden driver Londonbörsen ett avvecklingssystem vid namn Talisman. Avvecklingsperioden på aktiemarknaden är osedvanligt lång. Slutlig avveckling sker först andra måndagen efter varje handelsperiod, "the account", som normalt är två kalenderveckor. Avsikten var att Talisman fr.o.m. våren 1994 skulle ersättas av Taurus, ett dematerialiserat kontosystem för brittiska bolags fondpapper. Så blev emellertid inte fallet utan Taurus lades ner den 11 mars 1993 av Londonbörsen. Händelsen har väckt stor uppmärksamhet och fått brittiska bedömare att ställa sig tveksamma till Londonbörsens framtid och även till Londonmarknadens fortsatta konkurrenskraft. Clearing- och avvecklingstjänster står för en väsentlig del av Londonbörsens intäkter. För

1991 var överskottet för dessa tjänster 46 miljoner GBP och kritikerna har ifrågasatt Londonbörsens kompetens att i framtiden hantera clearing och avveckling. Därtill har kritikerna påpekat att även börsens huvudsakliga verksamhet, nämligen att sköta ett informationssystem, mycket väl kan skötas av andra institut, exempelvis Reuter. Vid införande av ett kontobaserat system skulle skatten (stamp tax på 0,5 %) vid aktieaffärer har tagits bort. Denna skatt som under 1993 beräknas ge ca 700 miljoner GBP blir således kvar ännu en tid i Storbritannien. Efter nedläggningsbeslutet har Bank of England övertagit ansvaret för att ta fram ett kontosystem för aktiemarknaden (jfr CGO och CMO). I november 1993 presenterade en arbetsgrupp tillsatt av Bank of England ett förslag till nytt system, kallat Crest. Systemet är en vidareutveckling av Talisman-systemet (se Financial Times den 9 december 1993).

Varför fullföljdes då inte Taurus-projektet som inleddes redan 1981? Som skäl för nedläggningsbeslutet anfördes bl.a. att projektet blivit alldeles för komplicerat och dyrt samt att tester under våren 1993 visat att systemet inte var klart för start förrän tidigast i början av 1995. Andra orsaker till misslyckandet som nämnts är att systemet behöll nackdelarna med den dokumentbaserade hanteringen och inte tog tillvara fördelarna med en kontoföring av fondpapper. Brist på en stark drivande kraft och brist på vision av systemets slutliga utformning har också nämnts som orsaker. Dessa brister har enligt kritikerna inneburit att särintressena fått för stort inflytande över systemets utformning och även komplicerat systemet. De nedlagda kostnaderna på Taurusprojektet hos Londonbörsen och dess medlemmar är svåra att beräkna men i engelska tidningar har kostnaderna uppskattats till 100 - 400 miljoner GBP.

Londonbörsens Talisman-system är ett datoriserat system till vilket börsmedlemmarna meddelar gjorda avslut vid dagens slut. Det finns två kategorier av börsmedlemmar, "market principals" och andra. Även avslut mellan medlemmar som inte är market principals och avslut med icke börsmedlemmar går i Talisman genom "market principals". Matchning av gjorda affärer på basis av lämnade uppgifter sker i börsens datoriserade matchningssystem (kallas Checking) under natten. Fondpapper registrerade på "market principals" är i Talisman bokförda hos en central förvaltare (nominee) benämnd sepon. All leverans av fondpapper mellan "market principals" sker genom kontoföring. När fondpapper skall säljas på börsen av någon som inte är "market principal" deponeras dessa i sepon för leverans. När fondpapper har inköpts av någon som står utanför sepon bokas fondpapperet ut ur sepon och ett fondpapper i dokumentform skrivs ut samt levereras.

Avveckling sker andra måndagen efter en handelsperiod (the account) om två kalenderveckor. Avvecklingen av affärer gjorda på Londonbörsen i statspapper och andra instrument på penning- och obligationsmarknaden sker till övervägande del genom Bank of Englands två system, CGO och CMO. Betalningsåtagandena avvecklas som tidigare nämnts huvudsakligen via CHAPS.

Beträffande de utländska fondpapperen på Londonbörsen sker clearing och avveckling med något undantag i det land där fondpapperet är

inregistrerat, t.ex. sker avvecklingen beträffande svenska aktier i Sverige.

Som komplement till Talisman lanserade Londonbörsen i början av 1990 the Institutional Net Settlement (INS). Genom INS blir institutioner som inte är direkta marknadsdeltagare underrättade om vilka betalningsförpliktelser, efter nettning, deras affärer med de direkta marknadsdeltagarna har medfört.

The London Clearing House Ltd (LCH) hanterar clearing och avveckling åt följande börser. LIFFE, London FOX, the International Petroleum Exchange (IPE) och the London Metal Exchange (LME). LCH ägs av sex av de största bankerna och är således fristående i förhållande till de börser clearinghuset betjänar. LCH drivs inte i vinstsyfte utan clearinghusets intäkter skall täcka kostnaderna för verksamhetens bedrivande inkl. investeringar för framtiden. Där börser som LCH sköter clearing och avveckling åt har status hos SIB som Recognised Investment Exchange (jfr OM London) och LCH är en s.k. Recognised Clearing House.

LCH:s primära roll är att vara central motpart i de affärer som ingås vid nämnda börser. LCH inträder i en affär som motpart genom novation, när affären har registrerats hos LCH. För de motpartsrisker LCH påtar sig har ägarbankerna ställt garantier på 150 miljoner GBP (1992).

Riskhanteringssystemet hos LCH innehåller bl.a. följande säkerhetsåtgärder. Genom krav för medlemsskap i LCH begränsar clearinghuset sina motpartsrisker. För medlemsskap krävs att institutet är medlem på aktuell börs, är auktoriserat under Financial Services Act, har bankarrangemang för omedelbar överföring av medel till LCH, har tillräckliga resurser för att klara av de dagliga kraven för medlemskap i LCH och uppfyller vissa minimikrav krav beträffande finansiella resurser. Kravet på finansiella resurser varierar beroende på i vilken omfattning institutet deltar i clearingverksamheten.

LCH:s riskhanteringssystemet innehåller även krav på säkerheter och säkerheternas kvalitet och tillgänglighet, övervakning av medlemmarnas positioner och prisfluktuationer samt arrangemang för hantering av en medlems fallissemang. Enligt LCH:s regler skall en medlem anses vara på obestånd om medlemmen inte ställer erforderliga marginalsäkerheter eller bryter mot LCH:s regler eller marknadens regler eller inte kan klara av ett leveransåtagande.

Övrigt

Beträffande clearing och avveckling accepterar London inte Trettio-gruppens rekommendation om en central värdepappersförvarare (CSD). I stället anses att varje delmarknad skall ha sitt clearing- och avvecklingssystem. Tveksamhet råder i London om fördelarna med nettning. I synnerhet när det gäller multilateral nettning anses nackdelarna överväga, främst med hänsyn till den juridiska osäkerhet som är förknippad med multilateral nettning. Vad gäller rekommendation nr 9 om standardisering av värdepappersmeddelanden går utvecklingen långsamt i London.

H M Treasury har som tidigare nämnts ansvaret inom regeringskansliet för de finansiella marknaderna i Storbritannien. The Securities and Investment Services Group är ansvarig för lagstiftningen på värdepappersmarknaden, inkl. införlivandet av EG-direktiv, och övervakar att SIB gör ett bra arbete. The Banking Group på departementet ansvarar för lagstiftning om banker och building societies men också för Londons förutsättningar som finansiellt centrum. Det direkta ansvaret för bankerna ligger på Bank of England.

Vid utredningens besök i departementet framkom bl.a. följande. Det anses svårt att åstadkomma en avveckling på affärsdagen på grund av svårigheterna för en domstol vid ett sådant system att meddela beslut om säkerhetsåtgärder. En snabbare matchning av gjorda affärer anses vara viktigare än en förkortning av avvecklingsperioder. Det effektivaste systemet för leverans och likvid är enligt företrädare för såväl Treasury som Bank of England leverans mot garanterad betalning. För värdepappershandeln skulle det vara en fördel om även värdepappersbolag skulle kunna vara med direkt i centralbanksclearingen. Det är oerhört svårt att lagstifta om multilateral nettning. Ändringar har emellertid gjorts i chapter 7 i the Company Act för att underlätta hanteringen av nettningsproblematiken om en clearingmedlem går i konkurs. Denna ändring som trädde i kraft 1992 innebar att nettoberäkningar i centrala clearing- och avvecklingssystem erhöll prioritet framför obeståndsreglerna. Enligt experter är bilateral nettning legalt bindande i England. För närvarande övervägs om dessa regler även skall vara tillämpliga på bilaterala nettningssystem vid valutahandeln (läs FXNET och ECHO-Netting).

I departementet diskuterades för närvarande om det finns skäl för att göra ännu tydligare åtskillnad mellan området för professionella aktörer (wholesale market - "hands-off") och konsumentområdet (retail market).

Enligt företrädare för Bank of England är det oacceptabelt att tillämpa backning av affärer i system för avveckling av såväl leveransåtaganden som betalningsförpliktelser. Den generella uppfattningen är att riskerna med ett sådan system är alldeles för stora och att en backning kan medföra mycket svåra konsekvenser för det finansiella systemet. Studier av Federal Reserve och Bank of England har visat att ett backningsförfarande skulle kunna leda till avsevärda förluster för övriga deltagare, t.ex. banker. Vad gäller överföringar av stora betalningar anser Bank of England att dessa skall avvecklas brutto i realtid (real-time gross settlement). Överenskommelse har träffats med bankerna att förändra CHAPS på så sätt att avvecklingen fr.o.m. 1994 skall ske enligt principen real-time gross settlement. Bankerna skall också för betalningarna i CHAPS ha tillgängliga medel på konto i Bank of England eller ställa säkerhet för sina åtaganden. Införandet av real-time gross settlement kommer enligt Bank of England att bli grundstenen för ett riktigt DVP-system i England, dvs. leverans av fondpapper mot slutgiltig betalning genom centralbanken.

3.3.3 Tyskland och Schweiz

Tyskland

Handeln med finansiella instrument i Tyskland domineras av bankinstituten. Det är endast bankinstitut och filialer till utländska mäklarfirmer som får bedriva handel med fondpapper (Wertpapier) för egen och annans räkning. Den sammanfattande benämningen för dessa är Kreditinstitute. Den dominerande marknadssplatsen för noterade fondpapper i Tyskland är Frankfurtribörsen (die Franfurter Wertpapierbörse Aktiengesellschaft) som är Europas största börs efter Londonbörsen. Omsättningen på aktiesidan var under 1992 närmare 700 miljarder USD. Frankfurtribörsen ägs till stor del (ca 80 %) av de tyska bankerna. På Frankfurtribörsen agerar, förutom banker och utländska mäklarfirmer, s.k. Kursmakler som förmedlar affärer och fastställer priser beträffande vissa fondpapper och s.k. Freie Makler. De senare förmedlar också affärer och ställer priser men fastställer inte några priser. Standardiserade optioner och terminer handlas på die DTB Deutsche Terminbörse GmbH som fungerar som central motpart.

Kontoföring av immobiliserade värdepapper samt clearing och avveckling av affärer i dessa sker genom två organisationer, der Deutscher Kassenverien AG (DKV) och der Deutscher Auslandskassenverien AG (AKV). Efter en sammanslagning 1989 är DKV det enda inhemska clearinginstitutet. DKV kompletteras av AKV som hanterar vissa gränsöverskridande värdepappersaffärer och sådana värdepapper som inte uppfyller de tyska reglerna. DKV ägs av de största bankerna i Tyskland och AKV, liksom datacentralen Deutscher Wertpapierdaten-Zentrale, är helägda dotterbolag till DKV.

Deltagare i clearingen och avvecklingen är banker och värdepappersbolag, de sistnämnda dock endast för egna affärer. Kontoföring i DKV kan ske individuellt eller på ett samlingskonto. Det sistnämnda är en form av kollektiv depå (Girosammelverwahrung) där värdepappersägaren i stället för äganderätt till vissa bestämda aktier erhåller en samäganderätt till viss del av kontobehållningen i den kollektiva depån. En kreditering av värdepapper i den kollektiva depån utgör enligt lag fullgjord leverans (Depotgesetz, 1986). Endast värdepapper som är utgivna i länder vars lagstiftning skyddar investerarnas samäganderätt i en sådan depå kan registreras hos DKV. För närvarande har DKV länkar till bl.a. SICOVAM och SEGA.

Kontoföring samt leverans av värdepapper sköts av DKV medan betalningarna avvecklas i centralbankssystemet. DKV instruerar centralbankssystemet om vilka debiteringar och krediteringar som skall ske av deltagarnas konton. Avvecklingen av betalningarna som är slutgiltig sker innan överföringarna av värdepapper blir juridiskt bindande.

Schweiz

Kontoföring samt clearing och avveckling sker genom SEGA (Schweizerische Effekten-Giro AB) som ägs av omkring 170 banker.

Värdepapperen i SEGA är immobiliserade och hålls i kollektivt förvar. I Schweiz kan kollektivt förvar vara av två typer: deposition hos en bank eller deposition hos SEGA. I båda fallen är en värdepappersägares del av depån skyddad mot depositariens obestånd. En deponering av värdepapper hos SEGA innebär således att värdepapperet läggs i en kollektiv depå tillsammans med värdepapper av samma slag. I stället för äganderätt till vissa separerade värdepapper erhåller ägaren en i förhållande till det deponerade antalet värdepapper bestämd samäganderätt i den kollektiva depån (jfr Tyskland). För utländska värdepapper fungerar SEGA som förvaltare på uppdrag av den utländska emittenten och SEGA har rätt att utge depåbevis representerande de förvaltade värdepapperen. I förhållande till dokumentlösa system, exempelvis Frankrike och SICOVAM, fungerar SEGA som mellanhand.

Tillsammans med centralbanken administrerar SEGA clearing och avveckling, det s.k. LGZ-systemet (Lieferung gegen Zahlung, dvs leverans mot likvid). I detta system sker överföringen av värdepapper innan betalningarna avvecklas. Överföringen av värdepapperen är emellertid villkorad av att betalning sker. Skulle en deltagare inte klara av sina betalningsförpliktelser sker en backning av såväl betalningar som värdepappersöverföringar.

Ett nytt system, INTERSETTLE, skall enligt planerna hantera clearing och avveckling med leverans mot likvid i en mängd olika valutor.

3.3.4 Frankrike

SICOVAM är det franska institutet för kontoföring av finansiella instrument i ett dokumentlöst system. I det dokumentlösa systemet kan aktier, obligationer och värdepappersfundsandelar registreras. Systemet kan också hantera utländska värdepapper såväl i dokumentform som dematerialiserade dylika.

Tillsammans med Société des Bourses Françaises (SBF) administrerar SICOVAM clearing och avvecklingen beträffande börsnoterade aktier, obligationer och statsobligationer men också värdepappersfundsandelar (SICAVs). Systemet heter RELIT (Reglement-Livraison de Titres) och började sin verksamhet i oktober 1990. Leveransen av värdepapper sker genom kontoföring i SICOVAM, medan den slutliga betalningsavvecklingen sker i centralbanken. Överföringarna av värdepapper är villkorade av att centralbanken bekräftar att täckning finns för alla deltagares nettoskulder. Om sådan täckning skulle saknas kan centralbanken beordra SICOVAM att göra om avvecklingsprocessen med nya lägre gränser för deltagarnas exponering.

För korta penningmarknadsinstrument, statskuldväxlar och certifikat, administrerar centralbanken ett clearing- och avvecklingssystem som kallas Saturne.

3.3.5 Euroclear och Cedel

Euroclear och Cedel är de två stora internationella clearingorganisationerna i Europa. Ursprunget till båda var det behov som uppkom i mitten av 1960-talet av clearingsystem för den snabbt växande Eurobondmarknaden. I clearingorganisationerna hanteras en stor mängd olika finansiella instrument som förekommer på den internationella värdepappersmarknaden. Bland instrumenten kan nämnas internationella obligationer som Euro-obligationer (Eurobonds) och utländska obligationer (foreign bonds). En Euro-obligation är en obligation som har emitterats genom ett konsortium av t.ex. banker och placerats i flera olika länder samtidigt. En utländsk obligation är en obligation som har emitterats på en nationell marknad men av en utländsk låntagare. De nämnda obligationerna är normalt registrerade vid en börs, vanligen Londonbörsen eller börsen i Luxemburg, av samma skäl som svenska obligationer är registrerade vid Stockholms fondbörs eller PMX, nämligen att större placerares placeringsreglementen ställer krav på att värdepapperen skall vara börsregistrerade. Vid sidan av de internationella obligationerna hanterar Euroclear och Cedel också ett stort antal inhemska värdepapper, såväl aktier och aktierelaterade instrument som räntebärande instrument. Både Euroclears och Cedels avveckling omfattar vid värdepapperstransaktioner såväl avvecklingsledet som likvidledet.

Euroclear, eller rätteligen Euroclearsystemet, tillkom 1968 och administreras av Morgan Guaranty i Bryssel genom en separat enhet, the Euroclear Operation Centre. Sistnämnda enhet har avtal med the Euroclear Clearance System Société Coopérative som ägs av dels ett stort antal deltagare i systemet (11,5 % av aktiekapitalet), dels det i Storbritannien baserade företaget Euroclear Clearance System Public Limited Company (88,5 % av aktiekapitalet). Sistnämnda bolag, som således i realiteten äger Euroclear, ägs i sin tur av ca 120 banker, värdepappersbolag och större investerare. Euroclear opererar under belgisk lag och Morgan Guaranty Bryssel övervakas av belgiska myndigheter men också av Federal Reserve och the New York Banking departement. Enligt årsredovisningen för 1992 var omsättningen 9 200 miljarder USD och det totala värdet på finansiella instrument registrerade i systemet över 1 200 miljarder USD. I genomsnitt bearbetade Euroclear 38 000 instruktioner per dag och värdet på utånade värdepapper uppgick i snitt till 4,1 miljarder USD per dag.

Cedel (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières) startade 1971 och har säte och huvudkontor i Luxemburg. Cedel lyder under en särskild lag i Luxemburg, "lex Cedel". Cedel ägs av drygt 100 finansiella institutioner, som banker och värdepappersbolag, från ett tjugotal länder. Omsättningen i Cedel var under 1992 4 700 miljarder USD och det totala värdet på finansiella instrument registrerade i systemet var i april 1993 nära 700 miljarder USD och antalet instruktioner per dag ca 28 000.

Både Euroclear och Cedel har ett stort antal deltagare, 2 500 - 3 000 var, i sina system, främst banker och värdepappersbolag. Båda bolagen

har som nämnts en spridd ägarbild och regler om hur stor andel en aktieägare maximalt får äga i bolaget.

Euroclear och Cedel är internationella värdepappersförvarare, men de svarar i huvudsak inte själva för kontohållningen av några värdepapper. I stället sker detta i ett världsomspännande nätverk av depåbanker och nationella värdepappersförvarare. För att begränsa den fysiska hanteringen av värdepapper är principen att varje enskild emission registreras och dematerialiseras eller immobiliseras hos en enda depåbank. Vanligen har Euroclear och Cedel endast en depåbank i varje land. De anlitar därvid vanligen olika banker som depåbank. I Sverige är emellertid SE-banken depåbank åt såväl Euroclear som Cedel. Efter det att SwedeSettle har startat sin verksamhet skall enligt planerna Postgirot vara Cedels depåbank för alla dematerialiserade fastförräntande värdepapper.

Avvecklingssystemet i Euroclear och Cedel

Båda systemen bygger på avveckling enligt principen affär för affär. Varje affär avvecklas individuellt och någon nettning förekommer inte av leveransförpliktelserna eller åtagandena att erlægga likvid. Avvecklingen sker vid vissa tidpunkter på dygnet, varvid anmälda transaktioner körs i ett avvecklingsprogram, s.k. batch-processing eller satsvis bearbetning. Euroclear kör sina matchade affärer natten före avvecklingsdagen, medan Cedels körning äger rum såväl på natten som på eftermiddagen (se vidare nedan om bryggan mellan de båda clearingorganisationerna). Avvecklingen sker vidare enligt principen leverans med samtidig likvid och en affär avvecklas endast om täckning finns för såväl leverans av värdepapper som likvid. När avvecklingsprogrammet är genomfört är avvecklingen slutlig och parterna erhåller meddelande om deras nya ställning.

Avvecklingen av affärerna sker enligt principen att, efter deltagarnas anvisningar, försöka avveckla så många affärer som möjligt genom utnyttjande av värdepapperslån, kreditfaciliteter och ett program för länkning (chaining - kedjning) av transaktioner. Länkning äger rum när ett och samma värdepapper har sålts och köpts flera gånger under samma affärsdag. I samband med avvecklingsprocessen körs ett program för lån av värdepapper så att även lånade värdepapper kan vara med i avvecklingen.

Mellan Euroclear och Cedel finns sedan 1980 en brygga (the Bridge) för att möjliggöra att affärer kan avvecklas mellan deltagare i vardera systemen. Denna brygga medför att transaktioner mellan systemen kan hanteras genom kontoföring. Euroclear och Cedel har konton för finansiella instrument och likvider hos varandra. Likvidavvecklingen mellan dem sker i motsats till avvecklingen i övrigt på nettobasis i varje valuta. Arbete pågår med att modernisera och utveckla bryggan samt lösa problemet med att Euroclear och Cedel har sina avvecklingsprogram vid olika tidpunkter. Den nya byggan startade i praktiken den 20 september 1993 och innebär att Cedel utöver sina eftermiddagskörningar även

genomför tre körningar gentemot Euroclear under natten och Euroclear genomför två körningar mot Cedel under natten.

Euroclear och Cedel har två typer av länkar till nationella clearingorganisationer, direkta och indirekta. En direkt länk innebär att de internationella clearingorganisationerna är kontohållare i den nationella clearingorganisationen och tvärtom, dvs. att de nationella clearingorganisationerna också är kontohållare i de internationella clearingorganisationerna. Vid en indirekt länk utgör vanligen en lokal depåbank länken mellan den nationella clearingorganisationen och Euroclear eller Cedel. De båda organisationerna har också länkar till centralbankerna, direkta eller indirekta. För likvidavvecklingen utnyttjar Euroclear och Cedel ett stort antal korrespondentbanker. Varken Euroclear eller Cedel har hittills försökt att etablera sig direkt på de nationella marknaderna utan anlitat lokala depåbanker och nationella clearingorganisationer eller värdepappersförvarare. Mot denna bakgrund är SwedeSettle något nytt eftersom detta bolags roll innebär att Cedel är med och startar en nationell länk vid sidan av Cedels tidigare etablerade kontakter i Sverige.

Både Euroclear och Cedel bygger på avancerad data- och kommunikationsteknik för bl.a. förmedling av instruktioner, matchning, rapportering, avveckling och övervakning. Dessa system utgör vitala delar av organisationernas riskhantering. I detta sammanhang skall beröras två andra funktioner för riskhanteringen i Euroclear och Cedel, nämligen principen om samtidig leverans mot likvid och de båda organisationernas faciliteter för krediter och värdepapperslån. Som tidigare nämnts sker avvecklingen i båda organisationerna enligt principen affär för affär (bruttoavveckling). Avveckling sker endast om köparen har likvida medel tillgängliga för affären och säljaren har de aktuella värdepapperen på sitt konto. Denna princip begränsar faran för systemrisk vid avvecklingen. Utan ytterligare funktioner till stöd för en avveckling enligt denna princip föreligger emellertid risk att ett stort antal transaktioner inte blir avvecklade i rätt tid eller inte alls (jfr modell 1 i avsnitt 4.3.2), exempelvis på grund av försenade leveranser eller att likvid inte i tid finns tillgänglig. Därför tillhandahåller båda organisationerna kreditfaciliteter och värdepapperslån.

För deposition av likvider och avvecklingen av likvidledet utnyttjar bägge organisationerna ett nätverk av banker (korrespondentbanker), minst en bank för varje valuta som accepteras. Både Euroclear och Cedel kan dessutom erbjuda deltagarna kredit mot säkerhet i de värdepapper som deltagaren har på sitt konto. Deltagarna erlägger vanligen likviden till en bank i hemland. Genom ett system kallat "pre-advising" kan sådana inkommande likvider räknas deltagaren till godo även om likviden ännu inte kommit till systemet.

Både Euroclear och Cedel har avancerade system för värdepapperslån för att underlätta avvecklingen och beredda ägarna till instrumenten möjlighet till en högre avkastning. En långivare i systemet kan vara automatisk långivare eller tillfällig långivare, och detsamma gäller låntagarna. Det vanliga är att institutionella investerare via en bank är långivare och på detta sätt ökar avkastningen på instrumenten, medan det

är handlare som lånar finansiella instrument. Behoven av värdepapperslån provas varje dag genom att matchning sker mellan sådana som vill låna ut och sådana som vill låna finansiella instrument av en viss emission. Värdepapperslånen sker mot säkerhet och vissa begränsningar gäller i fråga om hur stor andel av en viss emission som får vara föremål för värdepapperslån. Marknadsvärdering sker dagligen av säkerheterna för krediter och värdepapperslån och justeringar görs med beaktande av faktorer såsom typ av instrument och aktuell kurs på valutan i fråga i jämförelse med USD.

Euroclear gav i juni 1993 ut en studie av clearing och avveckling på den internationella värdepappersmarknaden, *Cross-Border Clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 Recommendations*. Studien är fokuserad på kostnaderna och riskerna vid gränsöverskridande clearing och avveckling samt innehåller rekommendationer om hur sådana kostnader och risker kan minskas. Kostnaderna och riskerna kan vara direkta, t.ex. avgifter och andra kostnader för en gränsöverskridande affär, eller indirekta i form av riskerna vid en sådan affär. Bland riskerna pekar studien särskilt ut sådana som beror på förseningar av avveckling på grund av att tidpunkterna för avvecklingsprocessens genomförande inte är samordnade dels mellan nationella och internationella clearingorganisationerna, dels mellan clearingorganisationerna och nationella betalningssystem. Enligt studien tenderar kredit- och likviditetsriskerna vid gränsöverskridande transaktioner att vara mer komplexa och långlivade. Detta är också den preliminära bedömningen i den s.k. DVP-rapporten (s. 8 och 9). En redogörelse för DVP-rapporten återfinns i avsnitt 3.5.1. De särskilda riskerna vid gränsöverskridande clearing och avveckling kallas i Euroclears studie för Pipeline Liquidity Risks. Enligt studien är ett särskilt problem att lagstiftningen i de olika länderna är så heterogen och att lagarna för äganderätt, överlåtelse och pantsättning av finansiella instrument ofta är föråldrade eftersom de utgår från att ägaren har det fysiska värdepapperet i sin besittning. I stället är det vanliga numera att instrumentet förvaras i ett kontosystem och att ägaren har tillgång till instrument via en eller flera mellanhänder.

3.4 EG

EG och EFTA-länderna, med undantag för Schweiz, har som bekant träffat avtal om Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet (EES, på engelska European Economic Area, EEA). Detta avtal träder, utom vad avser Liechtenstein i kraft den 1 januari 1994. Genom avtalet om EES skapas i stort fri rörlighet för varor, personer, tjänster och kapital jämte en enhetlig konkurrenspolitik mellan EG, EG:s medlemsländer och de EFTA-länder som tecknat avtalet. EES-avtalet bygger på EG:s existerande regelsystem. De grundläggande bestämmelserna om frihet att etablera sig och frihet att tillhandahålla tjänster inom EES-området återfinns i artiklarna 31 och 36 i avtalet. Mer preciserade regler för finansiella tjänster, t.ex. handel med värdepapper, finns i avtalets bilaga

IX. Avsikten är att även senare antagna regler inom EG och kommande sådana inom EES-avtalets område skall införlivas i avtalet.

Under senare år har den svenska lagstiftningen för värdepappersmarknaden löpande anpassats till EG:s regelsystem. Därvid kan hänvisas till följande propositioner; 1989/90:153 om värdepappersfonder, 1990/91:42 Insiderhandel, 1990/91:142 Handel och tjänster på värdepappersmarknaden, 1991/92:113 Ny börslagstiftning m.m. och 1992/93:90 Ändrad lagstiftning för värdepappershandel med anledning av EES-avtalet, m.m.

Inom EG har frågorna om clearing och avveckling varit föremål för betydande intresse under en längre tid. I slutet av 1980-talet gjordes en studie av frågorna på uppdrag av kommissionen. I rapporten över denna studie (den s.k. Kessler-rapporten) lämnas förslag till en rad åtgärder för att förbättra clearing och avveckling inom Gemenskapen. En expertgrupp har därefter utarbetat ett förslag till standardavtal mellan värdepappersförvarare som kommissionen publicerade i december 1992. Kesslerrapporten och standardavtalet presenteras närmare nedan. Någon reglering av clearing och avveckling har dock inte genomförts inom EG och det saknas således direktiv eller andra rättsakter på clearing- och avvecklingsområdet. Såvitt utredningen har kunnat utröna finns det för närvarande inte heller några planer inom kommissionen på en framtida reglering av clearing och avveckling.

Även om EG-lagstiftningen inte innehåller någon reglering av clearing och avveckling så föreligger regler om den inre marknaden som har direkt betydelse för clearingområdet. Två av de bärande principerna för den inre marknaden är som tidigare nämnts rätten att fritt etablera sig inom EES och friheten att tillhandahålla tjänster inom EES-området. Dessa principer behandlas i den sista delen av detta avsnitt.

Kessler-rapporten

På uppdrag av kommissionen (DG XV) har Dr. Jörg-Ronald Kessler upprättat en studie av clearing och avveckling av gränsöverskridande värdepappersaffärer inom EG. I uppdraget ingick att undersöka möjligheterna för samarbete mellan värdepappersförvararna i EG. I rapporten, *Study on improvements of cross-border securities transactions in the European Economic Community* (rapporten är daterad i juli 1988 men blev offentlig först under våren 1989), utvärderas de rådande förhållandena inom EG. Vidare lämnas förslag till åtgärder för att förbättra clearing och avveckling av gränsöverskridande värdepappersaffärer inom Gemenskapen. Rapporten innehåller bl.a. en granskning av förhållandena i de enskilda EG-länderna samt rekommendationer om hur en central värdepappersförvarare skall vara organiserad och hur samarbete mellan värdepappersförvarare skall ske. Slutsatsen i rapporten är att det föreligger ett stort behov av förbättringar av clearing och avveckling inom EG och att målet bör vara att affärer med alla större slag av värdepapper och i alla större valutor skall kunna avvecklas mellan medlemsstaterna snabbt, tillförlitligt och billigt.

Det bör i detta sammanhang nämnas att Kessler i sin rapport använder termen clearing i en snävare betydelse än sedvanligt, nämligen för den nettning av parternas betalningsåtaganden och leveransförpliktelser som utförs av en clearingorganisation. Organisationer som hanterar betalningsåtaganden och leveransförpliktelser enligt principen affär för affär, t.ex. Cedel och Euroclear, utför inte clearing enligt Kesslers definition.

I rapporten betonas sambandet mellan avvecklingen av gränsöverskridande affärer och den inhemska avvecklingen. En väl fungerande inhemsk clearing och avveckling utgör enligt rapporten grunden för att den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen skall fungera.

Enligt Kessler är en central värdepappersförvarare (Central Securities Depository, CSD) i varje land av avgörande betydelse för kvalitén vid avvecklingen. Varje land rekommenderas att ha en sådan central värdepappersförvarare. I princip bör det bara finnas en värdepappersförvarare i varje land för hanteringen av värdepappersleveranser över landsgränserna. Denna förvarare skall vara oberoende. För det fall värdepappersförvararen inte är en statlig institution rekommenderas att förvararens opartiskhet säkras genom ett spritt ägande.

Värdepappersförvararen skall vara finansiellt sund och bör inte vara engagerad i riskfylld verksamhet såsom kreditgivning och värdepapperslån. Förvararen skall vidare ha ekonomiska resurser för att kunna täcka skador förorsakade av personal eller datafel. Enligt rapporten skall en värdepappersförvarare inte vara vinstorienterad utan endast ta ut avgifter som täcker kostnaderna för driften jämte reserveringar för framtida investeringar. För att undvika konkurrens mellan värdepappersinstitut och institutionella investerare, t.ex. försäkringsbolag och pensionsfonder, bör de sistnämnda inte kunna vara medlemmar i en värdepappersförvarare. Endast värdepappersinstitut bör därför få vara medlemmar i en värdepappersförvarare. Medlemmarna skall, liksom värdepappersförvararen, stå under statlig tillsyn och deras finansiella sundhet skall inte behöva ifrågasättas. Kessler förespråkar att en värdepappersförvarare skall kunna registrera alla överlåtbara inhemska värdepapper jämte alla utländska värdepapper som handlas på en reglerad marknad i landet i fråga.

För att förbättra clearing och avveckling vid gränsöverskridande värdepappershandel förordas i rapporten ett nära samarbete mellan ländernas värdepappersförvarare. Dessa skall kunna förvara och administrera sådana värdepapper som är föremål för gränsöverskridande handel samt medverka vid avvecklingen av affärer med sådana instrument. Kessler rekommenderar att standardavtal för länkarna mellan EG-ländernas värdepappersförvarare upprättas för en harmonisering av villkoren. Vidare rekommenderar Kessler att avtalen mellan förvararna så långt möjligt bör följa detta standardavtal för att inte äventyra enhetligheten. Den viktigaste punkten i dessa avtal är enligt rapporten att det endast skall finnas en "huvudförvarare" för ett visst värdepapper.

I rapporten förespråkas vidare att avvecklingen av affärer skall ske enligt principen betalning mot leverans och, för att underlätta valutatran-

saktioner, att möjlighet ges att ha utländsk valuta på konton. Varje land bör också acceptera dematerialiserade värdepapper.

EG:s standardavtal för värdepappersförvarare

Kommissionen tillsatte efter Kessler-rapporten en expertgrupp för att analysera förslagen i rapporten, särskilt det föreslagna standardavtalet mellan värdepappersförvarare. I arbetsgruppen ingick experter från Danmark, England, Frankrike, Holland, Italien och Tyskland. Gruppen har utarbetat ett förslag till standardavtal (ramavtal) mellan värdepappersförvarare. Detta standaravtal, Model Agreement between Central Securities Depositories, publicerades av kommissionen i december 1992. Standardavtalet består av två delar. Den ena reglerar den rättsliga uppgifts- och ansvarsfördelningen mellan två värdepappersförvarare. Den andra delen är operativ och reglerar de praktiska förhållandena.

Den rättsliga delen av standardavtalet bygger på att en värdepappersförvarare skall utföra tjänster åt en annan förvarare. Skall ömsesidigt utbyte av tjänster ske, t.ex. om båda värdepappersförvararna skall förvara värdepapper åt varandra, krävs således två avtal.

Etableringsfrihet och frihet att tillhandahålla tjänster

Etableringsfriheten i EES-avtalet innebär att det inom ramen för avtalet inte får förekomma några inskränkningar i rätten för medborgare i en EG-medlemsstat eller en EFTA-stat att fritt etablera sig på vilken som helst av dessa staters territorium. Bolag som har bildats i överensstämmelse med en EG-medlemsstats eller EFTA-stats lagstiftning och som har sitt säte, sitt huvudkontor eller sin huvudsakliga verksamhet inom EES-området skall vid tillämpningen av bestämmelsen om etableringsfrihet likställas med fysiska personer (EES-avtalet artikel 31 och 34). Det sagda innebär att samma regler skall gälla för alla medborgare och företag inom EES att etablera sig i ett land inom EES.

Friheten att tillhandahålla tjänster skall på värdepappersmarknadsområdet omfatta rätten att med stöd av hemlandsauktorisering och hemlandstillsyn bedriva värdepappersrörelse inom EES, antingen via filial eller över landsgränserna utan sådan etablering (cross-border verksamhet). För banker och andra kreditinstitut regleras dessa instituts rätt att bedriva värdepappersrörelse av ett direktiv som omfattas av EES-avtalet, nämligen det andra banksamordningsdirektivet 89/646/EEG. För värdepappersbolag (investment firms) har emellertid medlemsländerna i EG haft svårt att komma överens. Först våren 1993 antogs ett direktiv för dessa bolag, rådets direktiv 93/22/EEG om investeringstjänster på värdepappersområdet (investeringstjänstedirektivet eller ISD). Nära samband med detta direktiv har rådets direktiv 93/6/EEG om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (kapitalkravsdirektivet eller CAD).

Investeringstjänstedirektivet och kapitalkravsdirektivet behöver emellertid inte tillämpas förrän den 1 januari 1996. Dessutom har tre länder fått respit till 1999 med att öppna sina reglerade marknader för

banker och andra kreditinstitut. Dessa två direktiv kommer med all sannolikhet att införlivas med EES-avtalet.

Enligt investeringstjänstedirektivet skall värdepappersföretag ("investment firms") med stöd av hemlandsauktorisering och under hemlandstillsyn kunna utföra olika investeringstjänster i övriga medlemsländer via filial i värdlandet eller genom gränsöverskridande verksamhet. Vissa av bestämmelserna i direktivet är tillämpliga även på banker och andra kreditinstitut som bedriver värdepappersrörelse. Detta gäller bl.a. reglerna om medlemskap vid eller tillträde till börser och andra reglerade marknadsplatser samt tillgång till system för clearing och avveckling som är knutna till dessa. Med värdepappersföretag avses fysiska eller juridiska personer som yrkesmässigt tillhandahåller investeringstjänster. Vilka dessa tjänster är och vilka typer av finansiella instrument som tjänsterna kan omfatta anges i direktivet. Till investeringstjänster räknas mottagande och vidarebefordran av kundorder, fullgörande av kundorder annat än för egen räkning, handel för egen räkning, portföljförvaltning och garanterande av emissioner eller placering av sådana. Uppräkningen i direktivet av finansiella instrument omfattar förutom fondpapper terminer, FRA:s, svappar och optioner. Råvaror och derivatinstrument baserade på sådana ingår inte.

För att få bedriva de uppräknade investeringstjänsterna krävs auktorisation i hemlandet och av auktorisationen skall framgå vilken eller vilka investeringstjänster som den omfattar. Auktorisationen kan också omfatta ett antal bitjänster ("non-core services"), bl.a. förvaring och administration av de i direktivet angivna finansiella instrumenten. Dock kan inte auktorisation ges för enbart en eller flera bitjänster. För att få auktorisation krävs bl.a. ett visst minsta startkapital. Detta krav regleras av kapitalkravsdirektivet. Med startkapital menas i princip inbetalt eget kapital samt vissa reserver. Kraven på startkapital varierar beroende på vilken typ av verksamhet som bedrivs. För värdepappersföretag som inte hanterar klientmedel och som inte handlar för egen räkning är kravet 50 000 ecu. För företag som hanterar klientmedel och tillhandahåller någon eller några av vissa angivna tjänster men inte handlar för egen räkning eller garanterar emissioner är kravet 125 000 ecu och för övriga 730 000 ecu.

Enligt investeringstjänstedirektivet skall i princip värdepappersföretag, liksom banker och andra kreditinstitut med rätt att driva värdepappersrörelse, ha rätt att bli medlemmar i eller få tillträde till börser och andra reglerade marknadsplatser inom medlemsländerna. Enligt artikel 15 skall ett värdepappersföretag, som är auktoriserat av den kompetenta myndigheten i hemlandet för att handla för egen och annans räkning, ha rätt, direkt eller indirekt, att bli medlem i eller få tillträde till en reglerad marknad i ett värdland där liknande tjänster utförs. Enligt samma artikel skall nämnda företag också ha rätt att bli medlem eller få tillgång till clearing- och avvecklingssystem som tillhandahålls för medlemmarna av den reglerade marknaden. Det skall, enligt ingressen till direktivet, därvid inte ha någon betydelse om clearing- och avvecklingssystemet är separerat från marknaden.

Villkoret för medlemskap eller tillträde är att värdepappersföretaget uppfyller kraven på kapital och hemlandstillsyn enligt kapitalkravsdirektivet. Ett värdland får endast ställa upp ytterligare krav på kapital för förhållanden som inte täcks av kapitalkravsdirektivet. För tillträde till clearing- och avvecklingssystem får krävas att företaget uppfyller reglerna och procedurerna för clearing och avveckling. Dessa regler får innehålla bestämmelser för att säkra att åtagandena vid clearing och avveckling kan uppfyllas under förutsättning att reglerna inte är diskriminerande.

Enligt ingressen till investeringstjänstedirektivet föreligger det inte något hinder för centralbanker att välja sina motparter på grundval av objektiva och icke-diskriminerande kriterier.

Investerings-tjänstedirektivet och kapitalkravsdirektivet kommer med all sannolikhet få stor betydelse för den framtida handeln med värdepapper inom EES. Direktiven kommer också att påverka regleringen av clearing-verksamheten i Sverige, eftersom det i direktiven finns bestämmelser om några av de kritiska frågorna vid clearing och avveckling. I direktiven regleras nämligen rätten till tillträde till clearing- och avvecklingssystem och vilka krav som kan ställas på en medlem för att få tillgång till ett sådant system. Därtill kommer att i investeringstjänstedirektivet anges att regler och procedurer får ställas upp för att säkra åtagandena vid clearing och avveckling. Investerings-tjänstedirektivet är emellertid ganska vagt och allmänt hållet. Exempelvis innehåller direktivet inte någon definition av clearing- och avvecklingssystem. Ett annat exempel är att direktivet inte är särskilt upplysande beträffande vilka regler som får ställas upp för att säkra åtagandena vid clearing och avveckling. Utredningen återkommer beträffande dessa och andra frågor som berör de båda direktiven i avsnitt 7 om clearingorganisationer m.m.

3.5 Vissa internationella organisationer

3.5.1 Centralbankerna i G10-länderna

Det förhållande att störningar vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden kan sprida sig till betalningssystemet och de andra finansiella marknader medför att centralbankerna har ett betydande intresse av dessa funktioners tillförlitlighet. Tillsammans med marknadsdeltagare och tillsynsmyndigheter har centralbankerna arbetat på att förstärka avvecklingsarrangemangen. Centralbankerna i G10-länderna har därvid varit aktiva i ansträngningarna att implementera Trettio-gruppens rekommendationer.

På uppdrag av kommittén för betalnings- och avvecklingssystem har en arbetsgrupp gjort en studie av begreppet leverans mot likvid och hur system konstruerade för att uppnå leverans mot likvid påverkar kredit- och likviditetsrisker vid avveckling av fondpappersaffärer. Arbetsgruppens rapport *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems* (DVP-rapporten) publicerades i september 1992. DVP-rapporten innehåller bl.a. en analysdel där kredit- och likviditetsriskerna vid

clearing och avveckling beskrivs och analyseras. Vidare har tre olika modeller för betalning mot leverans i G10-länderna kartlagts och analyserats i rapporten. Definitionerna av riskerna i DVP-rapporten har av utredningen utnyttjats för beskrivningen av riskerna vid clearing och avveckling i avsnitt 4.2. I ett därefter följande avsnitt (4.3.2) beskrivs de tre modellerna för leverans mot likvid.

Sammanfattningen av DVP-rapporten innehåller bl.a. följande slutsatser och rekommendationer. Innan avveckling sker föreligger vid en värdepapperstransaktion en ersättningskostnadsrisk. Det vill säga risken för att motparten under tiden mellan avslut och avveckling ställer in betalningarna och en ny affär måste ingås med en tredje part, eventuellt till ett annat, ofördelaktigt pris. Storleken på denna risk beror på det aktuella instrumentets volatilitet och vilken tid som skiljer avslut från avveckling. Ersättningskostnadsrisken kan reduceras genom att tiden mellan avslut och avveckling reduceras. Vidare kan denna risk minskas genom införandet av ett juridiskt bindande nettningsystem.

Vid själva avvecklingen förekommer i vissa system den allvarligaste risken, nämligen kapitalrisken. Denna risk innebär att en part riskerar förlust av de finansiella instrument eller den likvid som överförs till en motpart som ställer in betalningarna. Kapitalrisk föreligger på sådana marknader som inte har någon garanti eller mekanism för att leverans endast sker i de fall likvid erläggs et vice versa. Även om deltagarna i ett clearing- och avvecklingssystem gentemot varandra är tillförsäkrade leverans mot likvid kan tredje man (deras kunder) vara utsatt för kapitalrisk, nämligen vid överföringen av instrument och likvid mellan deltagaren och tredje man. Den sistnämnda problematiken behandlas emellertid inte i DVP-rapporten. Ett system som innehåller en kapitalrisk för deltagarna kan således medföra mycket stora förluster för dessa som i sin tur kan skapa systemproblem och fara för en systemrisk, dvs. att en parts oförmåga att vid rätt tidpunkt fullfölja sina åtaganden får till följd att andra aktörer inte heller kan fullfölja sina åtaganden. I värsta fall kan en sådan kris sprida sig och hota det finansiella systemets stabilitet. DVP-rapporten förespråkar starkast möjliga band mellan leverans och likvid till undvikande av kapitalrisk. Enligt DVP-rapporten kan även likviditetsrisken vid avvecklingen medföra att systemproblem uppkommer. Likviditetsrisken utgör risken för att avvecklingen av en affär inte kommer att ske vid rätt tidpunkt utan först vid en ospecificerad tidpunkt därefter. Denna risk är särskilt stor vid snabba förändringar av priset på det aktuella instrumentet. Det kan också vara svårt att urskilja om den bristande avvecklingen beror på likviditetsproblem eller om det är fråga en kreditrisk. Innehåller systemet inte starka band mellan leverans och likvid föreligger en uppenbar fara för att vissa deltagare i en krissituation kan komma att hålla inne sina prestationer för att inte riskera att förlora instrument eller likvid. Detta kan i sin tur kan medföra att andra deltagare inte kan möta sina åtaganden. Enligt DVP-rapporten måste en analys av systemrisken vid värdepappersavveckling, förutom bedömning av mekanismen för leverans mot likvid, även innehålla en värdering av vilket skydd systemet har gentemot ersättningskostnads- och likviditets-

riskerna. Slutsatsen i DVP-rapporten är att vilka riskhanteringsåtgärder som är kopplade till en viss modell och kvalitén på dessa åtgärder är av större betydelse för effektiviteten och säkerheten i systemet än vilken modell av betalning mot leverans som används i systemet.

Beträffande gränsöverskridande värdepappershandel anges i rapporten att arbetsgruppen har utfört visst preliminärt arbete och därvid kommit fram till att det föreligger ytterligare ett antal frågor vid gränsöverskridande verksamhet. Avvecklingsprocessen kan ta längre tid genom att de inblandade avvecklingssystemen opererar i olika tidszoner och även på grund av att olika tidsscheman tillämpas för avvecklingsprocessen. Det är dessutom vanligt att avvecklingssystemen vid gränsöverskridande transaktioner kräver, som skydd för systemets exponering gentemot deltagarna, att instrument och likvider skall vara tillgängliga i god tid före avvecklingens genomförande. Likviditetskraven på deltagarna och deltagarnas kreditexponering vid gränsöverskridande handel medför att systemen är ineffektiva och relativt kostsamma.

I DVP-rapporten diskuteras även huruvida de slutsatser och rekommendationer om nettnings- och avvecklingssystem som gjorts i två tidigare rapporter är tillämpliga vid clearing och avveckling av värdepappersaffärer. De två tidigare rapporterna är *Report on Netting Schemes* (Angell-rapporten) från februari 1989 och *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries* (Lamfalussy-rapporten) från november 1990. I dessa två rapporter analyseras och diskuteras fördelarna och nackdelarna med nettnings- och avvecklingssystem vid gränsöverskridande valutaffärer och stora betalningar. Lamfalussy-rapporten innehåller bl.a. förslag till "minimikrav" för nettnings- och avvecklingssystem beträffande gränsöverskridande transaktioner i skilda valutor. Dessa s.k. Lamfalussykriterier tar utredningen upp i avsnittet om nettnings- (avsnitt 4.3.5).

Enligt DVP-rapporten är Lamfalussykriterierna inte helt tillämpliga på nettnings- och avvecklingssystem för fondpapper. Dels finns det juridiska skillnader avseende bl.a. genomförbarheten av nettnings- och avvecklingssystem, dels föreligger grund för antagandet att risken för systemrisk är mindre vid fondpappersavveckling än vid nettnings- och avveckling av gränsöverskridande betalningsåtaganden i skilda valutor. Problem vid nettnings- och avveckling kan i sistnämnda fall enligt Lamfalussy-rapporten snabbt bli mycket stora och sprida sig på de finansiella marknaderna. Emellertid kan Lamfalussykriterierna enligt DVP-rapporten ha betydelse som utgångspunkt och referensram vid en analys av nettnings- och avvecklingssystem vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden. För det fall ett sådant system på värdepappersmarknaden inte skulle uppfylla kriterierna utgör detta ett varningstecken eller incitament för att analysera systemet noggrant och därvid kontrollera hur systemet förmår hantera riskerna vid fondpappersavveckling.

DVP-rapporten innehåller också en genomgång av de olika clearing- och avvecklingssystemen i G 10-länderna.

OTC-marknaden för derivatinstrument

En arbetsgrupp tillsatt av centralbankerna inom G 10-länderna publicerade hösten 1992 en rapport om utvecklingstendenser på den internationella interbankmarknaden, *Recent Developments in International Interbank Relations, Basel, October 1992* (Interbankrapporten). En väsentlig del av denna rapport är koncentrerad på den starkt ökade OTC-handeln med derivatinstrument. De dominerande instrumenten på denna marknad är kombinerade valuta- och räntesvappar, valutasvappar, valutaterminer, valutaoptioner (FX Options), räntesvappar och FRA:s. Marknaden för dessa instrument har sedan mitten av 1980-talet utvecklats mycket snabbt. Följande siffror beräknade på det utestående underliggande värdet ger en bild av denna ökning. OTC-marknaden har ökat från cirka 500 miljarder USD 1986 till omkring 4 500 miljarder USD 1991. Motsvarande siffror för handeln på derivatbörser var 583 miljarder USD 1986 och 3 518 miljarder USD 1991 (Interbankrapporten s. 49).

För närvarande föreligger stora skillnader hur motpartsrisiker och likviditetsrisiker i allmänhet hanteras på denna marknad i jämförelse med handeln med derivat på börser. På OTC-marknaden finns det vanligen inte någon clearingorganisation som går in i affärerna och inte någon multilateral nettning av förpliktelse. Inte heller är förfarandet med daglig uträkning av marginalsäkerheter och ställande av säkerheter vanligt. I stället hanteras riskerna på bilateral basis. Motparterna väljs ut efter kreditrating och partens egen kreditbedömning. Den egna kreditexponeringen på marknaden mäts och kontrolleras noga av varje deltagande aktör. Förpliktelse att betala och leverera avvecklas direkt mellan parterna, vanligen efter ett nettningsförfarande. För att förenkla affärerna använder parterna ofta standardavtal, t.ex. ISDA:s, för att reglera sina affärsförhållanden.

I Interbankrapporten anges att den internationella interbankmarknaden har genomgått väsentliga förändringar de senaste åren. Dessa förändringar är ett resultat av tillkomsten av nya finansiella instrument, utvecklingen av datatekniken, avregleringar och förändringar av regelsystemet samt förändrade finansiella strategier och handelssätt. Finansiella operationer med derivatinstrument har medfört att kopplingarna mellan olika delar av den finansiella industrin förstärkts liksom kopplingarna mellan banker och icke-finansiella företag. De olika marknaderna har blivit mer beroende av varandra och denna sammankoppling har också resulterat i att skillnaderna mellan nationella och internationella marknader har blivit suddigare.

Tendensen är att aktiviteten vad gäller den traditionella interbankverksamheten har minskat medan omsättningen och volymen på OTC-marknaden för derivatinstrument har dramatiskt ökat. Den ökade medvetenheten om kreditriskerna och svårigheterna att analysera motparternas ekonomiska styrka har medfört att denna handel har koncentrerats till en mindre grupp mycket högt ratade institutioner, i första hand banker. Vidare har instrumentens komplexitet och riskerna vid OTC-handeln medfört krav på avancerad hård- och mjukvara samt på

kompetent personal för institut som vill handla säkert och effektivt med dessa instrument. Genom den tilltagande koncentrationen av tillgångar hos vissa typer av institutioner som är aktiva handlare har möjligheten för ett fåtal stora aktörer att individuellt eller tillsammans påverka marknadspriiset ökat. Kopplingarna mellan olika marknader har ökat genom den snabba spridningen av information, det ökade utnyttjandet av derivatinstrument och även utnyttjandet av komplexa instrument och strategier som berör flera marknader. Detta gäller både mellan marknader i olika länder och marknader för olika slag av instrument.

Förändringarna har enligt Interbankrapporten medfört en ny riskmiljö för banker. Dessa är nämligen mycket stora aktörer i denna handel, dels som mellanhand åt sina kunder, dels i ökade omfattning för egen räkning för riskhantering och placeringar. Som tidigare nämnts har svårigheten ökat att analysera motparternas kreditvärdighet. Ett skäl till detta är att nya aktörer tillkommit på nu aktuella marknader. Dessa nya aktörer har ofta mindre långtgående skyldigheter att offentliggöra uppgifter om sin ekonomiska ställning. Ett annat skäl är ökningen av aktiviteter utanför balansräkningen. Hanteringen av riskerna inom derivathandeln har också förändrat bankernas riskbild liksom hantering av stora kreditlexponeringar över dagen och positioner vid avvecklingen av affärer. Deltagarna på interbankmarknaden och andra finansiella marknader har mött dessa förändringar genom att förbättra sin riskhanteringskapacitet och genom att aktivt söka vägar att minska riskerna, t.ex. genom standardavtal och bilateral nettning.

Aktörernas ökade medvetenhet om riskerna vid handeln är liksom en ökad beredskap för att möta dessa risker på väl fungerande marknader positiva tendenser. Flera faktorer bidrar emellertid enligt Interbankrapporten till en ökad osäkerhet. Marknaderna har som nämnts blivit alltmer beroende av varandra, såväl nationellt som mellan olika länder. Det faktum att aktörer är aktiva på flera marknader i olika länder ökar risken för att problem på en marknad sprids till flera marknader. Den ökade medvetenheten om kreditrisken kan medföra att övriga aktörer inte är beredda att i en kris stödja en utsatt aktör. Bristen på möjligheter att riktigt analysera en aktörs balansräkning och svårigheterna att ta del av aktiviteterna utanför balansräkningen kan också medföra att övriga aktörer inte är beredda lämna stöd i en krissituation. Derivatinstrumenten har möjliggjort för aktörer att ta mer och mer komplexa positioner och därvid litar aktörerna på de olika marknadernas likviditet, en likviditet som kan vara illusorisk i en krissituation. Snabbheten i händelseförloppen på de finansiella marknaderna och den omedelbara spridningen av informationen om sådana händelser kan medföra att en centralbank får ytterst liten tid på sig att reagera i händelse av kris.

Vad ställer då ovan angivna förändringar för krav på aktörerna? Det väsentligaste är enligt Interbankrapporten att aktörerna, enskilt och tillsammans, utvecklar procedurer och infrastrukturer vad avser övervakning och kontroll av riskerna i handeln. De ledande befattningshavarna inom banker och andra företag verksamma på OTC-marknaden måste vara medvetna om riskerna vid handeln. Detta krav på

riskmedvetenhet gäller alla nivåer inom organisationen. Varje organisation måste också ha en beredskap och en plan för riskhantering i en krissituation. Därutöver bör, enligt rapporten, systemen för nettningsförbättras. Även om nettningsystem har brister kan väl uppbyggda sådana system minska riskerna. Förbättrade och harmoniserade redovisningsprinciper för aktiviteterna utanför balansräkning är ett annat önskemål. Även lagstiftningen och tillsynen på de finansiella marknaderna bör förbättras och harmoniseras eftersom skillnader i regelsystem kan öka riskerna vid handeln och försvåra riskhantering.

Kunskaperna om de finansiella aktiviteterna, särskilt OTC-handeln med derivatinstrument, och vilka risker dessa instrument kan medföra enskilt eller tillsammans för aktörerna måste enligt Interbankrapporten förbättras. Vidare finns behov av fylligare och mer ändamålsenlig statistik beträffande derivatmarknaderna och de inblandade aktörerna.

Slutligen skall anmärkas att frågor rörande clearing och avveckling regelbundet diskuteras i Bank for International Settlements serie BIS Review och även i serien BIS Economic Papers.

3.5.2 Trettio-gruppen

Trettio-gruppen (the Group of Thirty) är en världsomspännande privat sammanslutning av experter från olika organisationer på de finansiella marknaderna. Denna grupp publicerade i mars 1989 rapporten *Clearance and Settlement in the World's Securities Markets*. Bakgrunden till rapporten var att omsättningen på värdepappersmarknaderna i världen hade ökat enormt under 1980-talet. Denna ökning och ny handelsteknik samt ökad volatilitet på marknaderna hade medfört att bristerna vid avvecklingen hade kommit fram. Exempelvis skedde avvecklingen på vissa marknader flera veckor efter avslutet. Vidare saknades på många marknader garantier eller motsvarande för riktig leverans mot likvid. Denna medvetenheten om svagheter vid clearing och avveckling ökade efter problemen vid börskraschen i oktober 1987.

I Trettio-gruppens rapport föreslogs ett antal riktlinjer eller rekommendationer för clearing och avveckling som borde fastställas och upprätthållas på alla nationella värdepappersmarknader för att förbättra dessa marknaders effektivitet samt reducera riskerna och kostnaderna vid clearing och avveckling. Rekommendationerna i rapporten tar främst sikte på den nationella clearing och avvecklingen av fondpappersaffärer. Det betonas emellertid att en avgörande förutsättning för en säker och effektiv clearing och avveckling avseende gränsöverskridande affärer är kvaliteten på de nationella systemen. Beträffande gränsöverskridande affärer se bl.a. avsnitt 3.5.4 om FIBV. Trettio-gruppens rekommendationer avser i första hand fondpapper utgivna av företag, t.ex. aktier, men är enligt utredningens mening även tillämpliga på fondpapper utgivna av andra organisationer. Exempelvis penningmarknadsinstrument utgivna av stater.

Beträffande de nationella systemen utpekas i Trettio-gruppens rapport bl.a. följande svagheter eller brister:

- bristen på fungerande matchningssystem både för nationella och internationella värdepappersaffärer,
- olika avvecklingsperioder, dvs. tiden mellan avslut och den faktiska leveransen och betalningen, för olika marknader, perioderna sträcker sig från leverans och betalning samma dag till att affärerna avvecklas flera veckor efter avslut,
- frånvaron av leverans mot betalning (delivery versus payment, DVP) vilket kan lämna en av parterna oskäligt exponerad, exempelvis den part som har levererat värdepapper men inte erhållit likviden,
- frånvaron på många marknader av kontosystem för avveckling av värdepappersaffärer utan fysiska leveranser.

I rapporten ges nio rekommendationer på åtgärder för att minska riskerna och öka effektiviteten. Riskerna kan minskas genom att avvecklingsperioden förkortas, avslutsgarantierna förbättras och att leveranserna sker mot samtidig betalning. Effektiviteten kan förbättras genom immobilisering eller dematerialisering av värdepapperen, nettningsystem och standardiserade kommunikationsmetoder samt ändringar av avvecklingsschemat. Trettio-gruppens rekommendationer har fått stor uppmärksamhet och har som riktpunkt för det fortsatta reformarbetet avseende clearing och avveckling i stort vunnit allmän acceptans på de finansiella marknaderna världen över.

De nio rekommendationerna är följande.

1. 1990 skall matchningen av affärer mellan direkta marknadsaktörer (t.ex. börsmedlemmar) ske senast dagen efter avslutsdagen (skrivs vanligen T+1, dvs. trade day plus en dag).

2. 1992 skall indirekta marknadsaktörer (t.ex. institutionella placerare) vara medlemmar i ett matchningssystem som ger positiv bekräftelse av avslutsvillkoren.

3. 1992 skall varje land ha en effektiv och helt utvecklad central värdepappersförvarare (CSD), organiserad och ledd för att uppmuntra bredast möjliga anslutning (direkt eller indirekt).

4. Varje land skall undersöka sin marknadsvolym och deltagande för att utröna om ett nettningsystem skulle vara fördelaktigt med hänsyn till riskreduceringen och för att öka effektiviteten. Om ett nettningsystem är lämpligt skall det vara infört 1992.

5. 1992 skall leverans mot betalning (Delivery versus Payment, DVP) vara infört som metod för avveckling av värdepappersaffärer.

6. Betalningar vid avveckling av värdepappersaffärer och förvaltningen av värdepappersportföljer skall vara likartad för alla instrument och alla marknader genom tillämpning av konventionen om att mottagna medel skall kunna disponeras samma dag (same day fund).

7. Ett rullande avvecklingssystem skall införas på alla marknader. Slutlig betalning senast tre dagar efter affärsdagen (T+3) skall vara genomfört 1992.

8. Värdepapperslån skall stödjas som metod att underlätta avvecklingen av leveransförpliktelserna vid värdepappersaffärer. Existerande juridiska eller skattemässiga hinder som förhindrar värdepapperslån skall vara borttagna 1990.

9. Varje land skall införa den standard för värdepappersmeddelande som har utvecklats av den Internationella Standardiseringskommissionen (ISO, ISO Standard 7775). Särskilt skall alla länder ansluta sig till ISIN numreringssystem för värdepapper så som den definieras i ISO Standard 6166, åtminstone för gränsöverskridande värdepapperstransaktioner. Dessa skall vara införda i hela världen 1992.

Genom årliga statusrapporter av den aktuella situation vad gäller clearing och avveckling på de finansiella marknaderna försöker Trettio-gruppen att övervaka och uppmuntra att rekommendationerna införs.

Trettio-gruppen publicerade i juli 1993 studien *Derivatives: Practise and Principles*. Studien är utförd av en särskild grupp, the Global Derivatives Study Group, och inriktad på den världsomspännande handeln med derivat, t.ex. svappar, optioner och terminer, som sker direkt mellan parterna (OTC). Syften med studien var bl.a. att öka förståelsen för derivathandeln och att undersöka den praktiska hanteringen av instrumenten. Studien innehåller 24 rekommendationer till åtgärder för att förbättra hanteringen av derivatinstrument, varav flertalet (20) är avsedda för aktörerna på marknaden, handlare (dealers) och slutkunder (end-users). Övriga rekommendationer är riktade till lagstiftare och övervakare. I studien och i en av rekommendationerna framhålls att beslut om riktlinjerna för handel med derivatinstrument skall fattas av ledningen för företaget eller organisationen. Vikten av att kontinuerligt mäta och kontrollera riskerna vid handeln med derivatinstrument betonas i rekommendationerna, liksom att betydelsen av att den enhet som har ansvaret för riskhanteringen skall ha klara befogenheter och vara åtskild från den enhet som handlar med instrumenten.

Lagstiftare och övervakare bör enligt studien förbättra infrastrukturen för derivathandeln genom att godtaga close-out netting och, tillsammans med marknadsaktörerna, undanröja oklarheter i regelsystemet för derivatinstrument. Vidare bör sådana skatteregler som missgynnar utnyttjandet av derivatinstrument avskaffas. Slutligen bör riktlinjer ges för redovisning och rapportering av affärer med derivatinstrument och andra finansiella instrument. Riktlinjerna bör vara internationellt harmoniserade.

3.5.3 OECD

Även OECD har ägnat clearing- och avvecklingsfrågor uppmärksamhet. I november 1988 beslöt the Committee on Financial Markets att sätta upp en Ad Hoc-grupp av experter på värdepappersmarknadsområdet. Denna grupp skulle mot bakgrund av de pågående strukturella förändringarna på värdepappersmarknaderna identifiera riskerna på dessa marknader och bedöma dessa från systemrisksynpunkt. Ad Hoc-gruppens rapport, *Systemic Risks in Securities Markets*, publicerades 1991. Rapporten behandlar, förutom clearing- och avvecklingsfrågor, marknadsmekanismer, övervakningsfrågor och kapitalkrav.

I clearing- och avvecklingsdelen av rapporten betonas vikten av att avvecklingen sker genom samtidig leverans mot likvid eller enligt ett system som kommer så nära samtidig leverans mot likvid som möjligt.

För det fall leverans mot likvid inte sker samtidigt kan riskerna vid clearing och avveckling enligt rapporten minskas genom följande åtgärder.

1. Clearing- och avvecklingssystem bör innehålla krav på clearingdeltagarna avseende bl.a. finansiell styrka och övervakning av clearingdeltagarna bör ske. Ett system med direkta och indirekta clearingmedlemmar där de direkta clearingmedlemmarna har ansvaret för de indirekta och också övervakar dessa förordas.

2. Förkortning av avvecklingsperioden samt tillämpning av ett rullande avvecklingssystem.

3. Utnyttjandet av nettningsarrangemang.

4. Clearing- och avvecklingssystem med en central motpart kan minska riskerna men innebär också en koncentration av riskerna hos clearingorganisationen som är central motpart eller garant.

5. Skyldighet för clearingdeltagarna att ställa säkerhet för sina åtaganden och riskerna i avvecklingsprocessen.

6. Överenskommelser mellan clearingdeltagarna att fördela eventuella förluster vid clearing- och avvecklingsverksamheten.

7. Ytterligare resurser såsom garantier från t.ex. banksyndikat eller försäkringslösningar.

Slutsatsen i rapporten är bl.a. att avvecklingsarrangemang har en nyckelposition för eventuell överföring av finansiella störningar och att avvecklingsarrangemang kan spela en stor roll när det gäller att reducera och hantera riskerna för en systemkris.

Ytterligare två rapporter från OECD bör kortfattas beröras. För OECD har Dr. Jörg-Ronald Kessler författat rapporten *Risks in the Clearing and Settlement of Markets for Financial Futures and Options* (OECD 1992). Denna rapport behandlar som titeln ger vid handen risker vid clearing och avveckling vid handel på derivatmarknaderna. Dock endast sådan handel med derivatinstrument som sker på en börs. I rapporten redogör Dr. Kessler för några av Europas derivatbörser och till börserna hörande clearingarrangemang, bl.a. MATIF och LIFFE men inte OM. Bland slutsatserna kan nämnas att Dr. Kessler anser att derivatbörserna och clearingorganisationerna är extremt riskmedvetna och även angelägna att hålla en hög säkerhetsnivå samt att kontinuerligt uppdatera denna nivå. Dr. Kesslers rapport finns i skriften *Risk Management in Financial Services* (OECD 1992) som dessutom innehåller en studie av risktagande och riskmedvetande inom den finansiella industrin.

Vidare har på uppdrag av OECD Dr. S. Ghon Rhee författat rapporten *Securities Markets and Systemic Risks in Dynamic Asian Economies* (OECD 1992) som bl.a. behandlar clearing- och avvecklingssystem i Asien.

3.5.4 FIBV

Efter ett seminarium om clearing- och avvecklingsfrågor i april 1987 tillsatte FIBV (the Fédération Internationale des Bourses de Valeurs - Internationella börsfederationen) en arbetsgrupp som skulle utveckla de

slutsatser som nåtts på seminariet samt lämna rekommendationer på vidare åtgärder för förbättring av clearing och avveckling. För att undvika dubbelarbete träffades en överenskommelse med Trettio-gruppen att FIBV:s arbetsgrupp skulle koncentrera sig på avvecklingen av gränsöverskridande värdepappersaffärer, medan Trettio-gruppen skulle behandla clearing och avveckling på nationell nivå. FIBV:s arbetsgrupp publicerade i juni 1989 sina resultat i rapporten *Improving International Settlement*. I rapporten har arbetsgruppen lämnat följande fyra huvudrekommendationer.

1. De nationella clearing- och avvecklingsregler som föreslagits i Kessler-rapporten samt av Trettio-gruppen och ISSA (se 3.5.5) bör införas.

Arbetsgruppen har under denna rekommendation betonat att det för den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen är av största vikt att de nationella clearing- och avvecklingssystemen förbättras eftersom brister i de nationella systemen påverkar den gränsöverskridande verksamheten. Enligt arbetsgruppen är följande områden på det nationella planet av särskild betydelse för den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen av värdepappersaffärer. *a/* Matchning och konfirmation. Att alla affärer på samtliga marknader låses vid slutet av avslutsdagen är enligt gruppen en realistisk målsättning. Vidare stöder arbetsgruppen rekommendationen från Trettio-gruppen om konfirmation från institutionella investerare (jfr Trettio-gruppens rekommendation nr 2). *b/* Förkortning av avvecklingsperioden (jfr Trettio-gruppen nr 7). *c/* Etablerande av nationella värdepappersförvarare (jfr Trettio-gruppen nr 3). *d/* Leverans mot likvid (jfr Trettio-gruppen nr 5).

Enligt arbetsgruppen är det slutliga målet att oåterkalleliga leveranser av värdepapper mot garanterad betalning skall kunna ske på avvecklingsdagen. *e/* Värdepapperslån (jfr Trettio-gruppen nr 8) och *f/* Värdepappersmeddelande och koder skall standardiseras i enlighet med ISO-konventionen (jfr Trettio-gruppen nr 9).

2. Gränsöverskridande avvecklingslänkar.

Under förutsättning att det föreligger ett tillräckligt behov, exempelvis genom storleken på den gränsöverskridande värdepappershandeln, skall nationella och internationella värdepappersförvarare etablera länkar till varandra och därvid tillhandahålla så många tjänster som möjligt.

3. Värdepapper skall immobiliseras i utgivarens hemland och överföras genom kontosystem.

Värdepapper som är noterade på såväl inhemsk som utländsk fondbörs skall vara immobiliserade i hemlandets värdepappersförvarare. Denna förvarare skall registrera affärer genom överföringar av värdepapper i ett kontosystem, där efter en affär säljarens konto debiteras och köparens konto krediteras utan att värdepapperen fysiskt lämnar värdepappersförvararens kontosystem. För effektiv överföring av immobiliserade värdepapper i kontosystemet skall det finnas automatisk kontoföring och datakommunikationssystem. Detta krav gäller både handel inom ett land och gränsöverskridande handel. Vidare omfattas även dematerialiserade värdepapper av denna rekommendation.

4. Värdepapper skall även utomlands noteras i sin ursprungliga form.

Fondbörser som noterar utländska värdepapper skall stipulera att sådana värdepapper kan noteras och också levereras i sin ursprungliga form genom kontoöverföring i hemlandets värdepappersförvarare eller hos en internationell värdepappersförvarare. Om det finns ett underliggande dokument skall detta förvaras i enlighet med rekommendation nr 3.

Bakgrunden till detta krav är att många fondbörser uppställer som krav för notering och handel att ett dokument representerande värdepapperet skall finnas tillgängligt för levererans på den lokala marknaden. Det är således fråga om en skyldighet att rent faktiskt överlämna aktiebrev eller depåbevis. Det kan finnas flera skäl till kravet på fysisk leverans. Den nationella lagstiftningen kan kräva att värdepapperet har dokumentform eller i vart fall kan levereras i sådan form. Brister i teknologin kan medföra att värdepapper i dokumentform framstår som det säkraste och bästa sättet att bevisa äganderätten och leverera värdepapperet. En del investerare hyser uppfattningen att värdepapper i dokumentform har fördelar gentemot registreringar av rättigheter i ett kontosystem. För vissa institutioner föreligger krav enligt lag att värdepapper i deras ägo skall vara i dokumentform. Enligt FIBV är dessa skäl numera inte hållbara utan i stället anses hanteringen av värdepapper i dokumentform, särskilt vid gränsöverskridande handel, vara förenad med påtagliga nackdelar i förhållande den hantering som sker när värdepapperen är registrerade i ett kontosystem.

3.5.5 ISSA

The International Society of Securities Administrators (ISSA) gav efter ett symposium i maj 1988 ut en rad rekommendationer rörande clearing och avveckling. Även i dessa rekommendationer påpekas behovet av en central värdepappersförvarare och att länkar mellan sådana etableras. Vidare stöder även ISSA kraven på att avvecklingsperioden förkortas och att avveckling sker enligt principen leverans mot likvid samt att standardisering genomförs av värdepappersmeddelanden och koder för värdepapper.

Därutöver förespråkar ISSA i rekommendationerna följande åtgärder. Vid clearing och avveckling skall avvecklingsprocessen vara kontinuerlig (rullande) och nettning av leveransåtagandena och betalningsförpliktelserna bör ske. Varje central värdepappersförvarare och clearingorganisation skall undersöka och minimera systemriskerna samt även undersöka och minimera risken för fallissemang av en mellanhand. Det skall ställas krav på kapital och kredit för deltagarna i clearing och avveckling. Kontosystem där värdepapperen är dematerialiserade skall utvecklas vidare. Centrala värdepappersförvarare och clearingorganisationer som inte är statliga institut skall vara konstruerade, kontrollerade och ägda av användarna samt drivas på kostnadstäckningsbas.

3.6 Clearing vid OTC-handel och handel med valuta

3.6.1 Allmänt

En av utvecklingstendenserna på de finansiella marknaderna är att de olika marknaderna alltmer kopplas samman. Därigenom ökar riskerna för att problem på en delmarknad kan komma att sprida sig till andra marknader. Problem vid clearing och avveckling på en värdepappersmarknad kan således sprida sig till system för avveckling av stora betalningar, valutamarknaden eller OTC-marknaden. Omvänt kan problem på sistnämnda marknader kan sprida sig till värdepappersmarknaden. Flera av de problem och risker som förekommer på värdepappersmarknaden föreligger även på andra marknader

Den diskussion som för närvarande förekommer om riskerna vid OTC-handeln med derivatinstrument och handeln med valuta samt hur avvecklingen skall ske i betalningssystem är därför av intresse för utredningen. I det följande skall därför översiktligt redogöras för den diskussion som förekommer om riskerna och hur dessa skall hanteras på OTC- respektive valutamarknaden. Först skall emellertid några frågor rörande avvecklingen i system för stora betalningar beröras. I avsnitt 2.1.1 finns en översiktlig redogörelse för betalningssystemet i Sverige.

De faktorer som har kännetecknat utvecklingen på värdepappersmarknaden — internationaliseringen, avregleringen, ny data- och kommunikationsteknik samt den snabba ökningen av transaktionsvolymen — har självfallet kommit att påverka betalningssystemen. På värdepappersmarknaden förekommer en mängd olika system för clearing och avveckling. Även systemen för avveckling av stora betalningar varierar betydligt mellan länderna. I en nyligen, september 1993, publicerad rapport — Central Bank Payment and Settlement with Respect to Cross-border and Multi-currency Transactions, Basel — konstateras att så är fallet beträffande betalningssystemen i G 10-länderna. En del system tillämpar bruttoavveckling och i andra sker avvecklingen efter ett nettningsförfarande. I några länder sker slutlig avveckling i realtid medan i andra system avvecklingen inte blir slutlig förrän vid slutet av dagen eller nästa dag. Vidare har varje betalningssystem sina egna öppethållandetider och dessa är inte synkroniserade med andra betalningssystemers tider.

Det faktum att problem på en marknad snabbt kan sprida sig till andra marknader har inneburit att centralbankerna har intresserat sig för, utöver avvecklingen i rena betalningssystem, riskerna vid avvecklingen på övriga finansiella marknader såsom värdepappers-, OTC- och valutamarknaden. Såsom tidigare utförligt behandlats i avsnitt 3.5.1 har riskerna på dessa marknader analyserats av centralbanksföreträdare i G 10-länderna (se bl.a. Angell-, Lamfalussy- och DVP-rapporten samt Interbankrapporten om OTC-handeln). För centralbankerna är det av väsentligt intresse att clearing och avveckling på de finansiella marknaderna sker på ett säkert och effektivt sätt och att eventuella risker kan hanteras på ett sådant sätt att något hot mot det finansiella systemet inte uppkommer. I nyss nämnda rapporter har särskilt två frågor diskuterats, nämligen nettning och

leverans mot likvid i system för avvecklingen av värdepappers- och valutaaffärer.

Beträffande betalningssystem har en harmonisering av systemen i de olika länderna ansetts som en angelägen fråga liksom att förbättra kopplingarna vid gränsöverskridande betalningar. En specifik uppgift är i detta sammanhang att minska tidsglappen som uppstår på grund av att systemen har skilda öppettider. Vidare diskuteras om avvecklingen i betalningssystem skall ske netto eller brutto och om kredit utan säkerhet skall beviljas av centralbanken när slutlig avveckling sker i centralbankens system. I detta sammanhang bör anmärkas att centralbankscheferna inom EG har rekommenderat att system för avvecklingen av stora betalningar, t.ex. centralbanksclearingen mellan bankerna, skall ske genom bruttoavveckling i realtid. Enligt ett förslag som bankerna har godtagit skall det av Bank of England administrerade CHAPS-systemet under 1994 övergå till bruttoavveckling i realtid. En liknande utveckling sker i Frankrike.

3.6.2 OTC-handeln med derivatinstrument

Som underlag för detta avsnitt har två relativt nyligen publicerade rapporter om OTC-handeln med derivatinstrument utnyttjats. Den ena rapporten, *Recent Developments in International Interbank Relations* (Interbankrapporten) är presenterad i avsnitt 3.5.1. I januari 1993 offentliggjordes rapporten *Derivative Product Activities of Commercial Banks* (nedan Riegle-rapporten). Denna rapport har upprättats av de myndigheter som övervakar bankssystemet i USA, nämligen Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation och Office of Comptroller of the Currency. Bakgrunden till studien var ett antal frågor som senator Riegle ställde till dessa myndigheter hösten 1992 om OTC-handeln.

En vid definition av derivat är enligt Riegle-rapporten instrument vars värde beror på värdet av en eller flera underliggande tillgångar eller index baserat på vissa tillgångar. Derivatinstrument, t.ex. optioner och terminer, handlas världen över på derivatbörser eller direkt mellan parterna, s.k. OTC-handel (over-the-counter). Det är flera väsentliga skillnader mellan börshandeln och OTC-handeln. Derivatinstrumenten som handlas på börs är standardiserade, t.ex. vad avser löptid, kontraktsstorlek och villkoren för leverans. Instrument vid OTC-handeln kan däremot vara skräddarsydda (tailor-made) för en parts särskilda behov och avse tillgångar eller instrument som inte förekommer vid börshandeln. OTC-marknaden omfattar instrument med villkor som parterna i detalj har kommit överens om men också instrument som i viss mån är standardiserade för att förenkla handeln (jfr nedan om ISDA:s standardavtal). OTC-handeln sker mellan marknadsgaranter och mellan marknadsgaranter och deras kunder. En annan väsentlig skillnad mellan börshandeln och OTC-handeln är att vid börshandeln, börsen eller en till börsen knuten clearingorganisation garanterar fullgörandet av de ingångna avtalen. Vid OTC-handeln däremot förekommer ingen central

clearingorganisation utan parterna väljer sina motpart på basis av kreditvärdighet och andra faktorer utöver priset. Analys av motpartens kreditvärdighet utgör en väsentlig faktor vid OTC-handeln. I Sverige är situationen emellertid något annorlunda genom att OM sköter avvecklingen av vissa derivatinstrument som handlas direkt mellan parterna, framförallt ränteterminer.

Det är i OTC-handeln med derivatinstrument vanligen fråga om mycket stora affärer mellan främst stora, internationella banker. Enligt statistik uppgick det nominella värdet på utestående derivatinstrument vid utgången av år 1991 till knappt 8 000 miljarder USD, varav drygt halva beloppet utgjorde instrument på den s.k. OTC-marknaden. Det bör emellertid anmärkas att enligt Riegle-rapporten ersättningskostnaden utgör det mest representativa sättet att mäta kreditexponeringen i dessa instrument. Denna kostnad är generellt två till tre procent av det nominella värdet.

Vid OTC-handeln förekommer åtminstone två kategorier av aktörer; de som handlar för egen räkning och mellanhänderna. Emellertid uppträder många aktörer i båda rollerna. Skälen att handla med derivat för egen räkning kan variera, t.ex. kan aktören vilja öka avkastningen av vissa tillgångar, reducera finansieringskostnaderna, gardera sig mot förändringar av marknadspris eller spekulera i kommande marknadsförändringar. Bland aktörerna som handlar för egen räkning på denna marknad kan nämnas banker, värdepappersbolag, institutionella investerare och statliga organ. Mellanhänderna söker att uppfylla behoven för de aktörer som handlar för egen räkning, med andra ord tillhandahålla de instrument som efterfrågas, från särskilt skräddarsydda dylika till standardiserade produkter. Vid denna verksamhet erhåller mellanhänderna intäkter från transaktionsavgifterna och skillnaderna mellan köp- och säljkurs samt från egna (vinstgivande) positioner i handeln. Mellanhänderna är vanligen också part i avtalen, vilket innebär att de viktigaste mellanhänderna i denna handel, t.ex. internationella banker, kan ha betydande positioner som i sin tur kan behöva garderas på OTC-marknaden.

Vid handeln på den internationella OTC-marknaden för derivatinstrument förekommer för närvarande ingen central motpart eller clearingorganisation. Detta innebär att aktörerna före en affär har att värdera motpartsrisken. Detta har medfört att handeln har koncentrerats till ett begränsat antal mycket finansiellt starka aktörer, främst internationella banker. Denna koncentration av handeln medför emellertid inte bara fördelar. Om en aktör med betydande åtaganden i denna handel och kanske även på andra marknader skulle ställa in betalningarna föreligger en uppenbar risk för att avsevärda problem skulle uppkomma. Ett sådant fallissemang skulle kunna orsaka en systemkris.

En annan risk som uppmärksammas är den legala risken. Frågor som därvid har diskuterats är en parts rätt att handla med finansiella instrument samt hållbarheten av nettningsöverenskommelser och av olika avtalslösningar på parternas förhållande till varandra om en av parterna ställer in betalningarna. Se vidare i avsnitt 4.2 om de legala riskerna.

Riskerna vid OTC-handeln med derivatinstrument har som nämnts de senaste åren tilldragit sig ett allt större intresse världen över. Utöver nu behandlade studier kan nämnas att Trettio-gruppen i juni 1993 publicerade en studie av denna handel med ett antal rekommendationer (se avsnitt 3.5.2). Enligt uppgift kommer under närmaste tiden ytterligare två rapporter, upprättade av CFTC och GAO, om denna handel att offentliggöras i USA.

3.6.3 Valutahandeln

Handeln på valutamarknaden omsätter dagligen enorma belopp. Den dagliga omsättningen har 1992 uppskattats till ca 1 000 miljarder USD per dag. Centrum för valutahandel är London, New York och Tokyo. I Sverige beräknas den dagliga omsättningen på valutamarknaden ligga på 50-100 miljarder kronor per dag.

Aktörer på valutamarknaden är främst stora banker. En del banker fungerar som marknadsgaranter, d.v.s. anger kontinuerligt till vilka priser man är villig att köpa eller sälja valutor. Andra aktörer är värdepappersbolag, centralbanker och företag samt institutionella investerare. Handel med valuta sker avista, på termin eller genom svappar och optioner. Avslut träffas direkt mellan parterna utom i de fall derivatinstrumentet handlas på en derivatbörs. På avistamarknaden (det engelska uttrycket för avista är spot och benämningen spotmarknaden utnyttjas ofta liksom Forex-marknaden. Forex är en förkortning av foreign exchange) sker avvecklingen av affärer vanligen två affärsdagar efter affärsdagen. En valutaaffär, t.ex. köp av USD mot SEK, innebär att man säljer SEK och får betalt i USD. Avvecklingsdagen skall således leverans ske av SEK gentemot en leverans av USD.

Riskerna vid valutahandeln och kraven på nettningsystem för sådan handel har som tidigare berörts behandlats i två rapporter, nämligen Angellrapporten och Lamfalussyrapporten. Enligt DVP-rapporten är typerna av risker och orsakerna till riskerna desamma inom värdepappershandeln som de risker som föreligger för parterna vid valutahandeln. I detta sammanhang skall endast beröras några faktorer som tillkommer vid valutahandeln. För det första är det i många fall fråga om mycket stora affärer som skall avvecklas. Någon central motpart eller clearingorganisation finns vanligen inte vid valutahandel med det ovan nämnda undantaget beträffande vissa derivatinstrument. Slutligen sker avvecklingen ofta i skilda tidzoner, vilket medför att det är förenat med betydande svårigheter att få till en samtidig avveckling av åtagandena. Om leverans sker av USD i en tidzon skall kanske leveransen av SEK ske i annan tidzon och i realiteten vid en annan tidpunkt. Ett sådant tidsglapp medför att en av parterna är exponerad för en kapitalrisk, nämligen att förlora värdet av den levererade valutan utan att erhålla motprestationen. Kapitalrisken vid valutahandeln benämns ofta cross-currency settlement risk eller Herstatt risk. Den sistnämnda benämningen refererar till de problem som uppstod 1974 när det tyska bankhuset Herstatt som var aktör på valutamarknaden ställde in betalningarna.

FXNET och ECHO Netting är två nettningsystem för att minska riskerna vid valutahandeln. Det ena, FXNET, har varit i funktion några år medan det andra, ECHO Netting, är under uppbyggnad.

ECHO Netting (ECHO betyder Exchange Clearing House Organisation) är ett projekt i vilket en grupp av internationella banker undersöker möjligheterna att skapa ett globalt clearinghus för multilateral nettning av avista- och terminshandel avseende valuta. ECHO Netting skall fungera som central motpart för de valutaaffärer som systemets medlemmar bilateralt ingår. Nettning skall ske genom att ECHO Netting räknar ut ett nettobelopp per valuta och avvecklingsdag som varje medlem skall erlægga eller erhålla. Enligt planerna skall ECHO ha säte i London och netta ett stort antal, drygt 20, valutor.

FXNET är ett aktiebolag med säte i London som ägs av ett antal banker. FXNET driver ett system för bilateral nettning av valutaaffärer, såväl avista som termin, mellan deltagande banker. Nettning sker i FXNET genom s.k. nettning genom novation. Efter tillstånd från FXNET kan en bank installera nödvändig mjukvara för uppkoppling till FXNET-systemet. Därefter kan banken förhandla med andra banker i systemet om nettning i viss eller vissa valutor. Förutom mjukvaran tillhandahåller FXNET modellavtal för nettningsöverenskommelser mellan deltagande parter. För närvarande är banker i bl.a. England, USA, Japan, Schweiz och Singapore anslutna till FXNET-systemet.

Intresset av nettning, särskilt vid valutahandeln, har ökat de sista åren. Detta framgår med önsvärd tydlighet av de rapporter som ovan berörts och även vad som nu sagts om FXNET och ECHO. Motiven härtill är flera. För det första kan ett väl fungerande nettningsystem, under förutsättning att det är juridiskt hållbart, minska motpartsriskerna. För avistaaffärer kan nettning minska såväl kapitalrisken (Herstatt risken) som ersättningsrisken medan nettning avseende svappar, terminer och andra derivatinstrument minskar ersättningskostnadsrisken. Ett annat skäl för finansiella institut att netta är att vid godkända system för nettning kraven på kapitaltäckning kan reduceras väsentligt (se även avsnittet om nettning). Slutligen minskar nettning påfrestningarna och kostnaderna vid avvecklingen genom att reducera avvecklingsvolymen.

4 Risker och riskhantering

4.1 Inledning

Frågor rörande clearing och avveckling har som tidigare nämnts de senaste åren tilldragit sig ett stort intresse både i Sverige och i andra länder. I takt med att volymerna vid handeln på de finansiella marknaderna ökat och handeln kommit att bedrivas i ett allt högre tempo och mot bakgrund av det tilltagande riskmedvetandet har clearing- och avvecklingsproceduren alltmera kommit att betraktas som en nyckelfunktion.

Det ökande intresset har resulterat i ett stort antal studier och rapporter innehållande råd och rekommendationer för förbättringar av säkerheten och effektiviteten vid clearing och avveckling. I avsnitt 3 har redogjorts för några av de viktigare rapporterna.

Även i Sverige har förutsättningarna för en säker och effektiv clearing och avveckling diskuterats. Som exempel kan nämnas diskussionerna om system för penningmarknaden. Som bakgrund till de överväganden som redovisas i det följande behandlas i detta kapitel de olika risker som man brukar räkna med vid clearing och avveckling samt de åtgärder som rekommenderas för att hantera dessa risker. Av de i avsnitt 3 behandlade skrifterna är det förutom Trettio-gruppens rapporter främst följande studier och rapporter som har legat till grund för beskrivningarna i nu aktuellt avsnitt. Rapporten *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems* (nedan DVP-rapporten) upprättad 1992 av en kommitté (Committee on Payment and Settlement Systems) tillsatt av centralbankerna i G 10-länderna. Studien *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets* (1992) utgiven i serien *Staff Study* av Board of Governors of the Federal Reserve System. Skrifterna från OECD, *Systemic Risks in Securities Markets* (1991) och *Risk Management in Financial Services* (1992) har också utnyttjats. Den sistnämnda skriften innehåller en rapport upprättad av Dr. Jörg-Ronald Kessler om riskerna vid clearing och avveckling på derivatmarknaderna.

4.2 Risker vid clearing och avveckling av värdepappersaffärer

Som huvudsaklig utgångspunkt för den följande beskrivningen av riskerna vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden har utnyttjats de

definitioner som återfinns i rapporten *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems* (DVP-rapporten). Rapporten är upprättade av en kommitté tillsatt av centralbankerna i G 10-länderna. I rapporten konstateras att motpartsriskerna vid värdepappershandeln väl överensstämmer med de motpartsrisker som föreligger i den internationella valutahandeln och som har kartlagts och definierats i Angell-rapporten och Lamfalussy-rapporten. Definitionerna av motpartsriskerna i dessa rapporter är identiska med de i DVP-rapporten. I detta sammanhang bör nämnas att beskrivningarna av motpartsriskerna i huvudsak inte omfattar risker förenade med värdepapperet som sådant.

Riskerna kan indelas på olika sätt. En första indelningsgrund är *motpartsrisker* som är kopplade till brister hos motparten och *andra risker*. Med andra risker kan avses exempelvis legala risker som beror på lagstiftningen eller regelssystemet i det egna eller motpartens land. Exempel på en legal risk är att en nettning inte visar sig hållbar vid motpartens konkurs. Ett annat exempel är att en domstol förklarar att motparten inte haft rätt att ingå kontraktet om köp eller försäljning av ett finansiellt instrument. Det sistnämnda inträffade i Storbritannien beträffande en kommunal myndighets (local authority) rätt att ingå svapp-avtal och i USA har det förekommit debatt om giltigheten av terminskontrakt som träffats utanför terminsbörserna. Tekniska risker, t.ex. fel på data- eller kommunikationssystemen, och brottsrisker är också exempel på andra risker.

Motpartsriskerna kan i sin tur indelas efter flera aspekter. *Kreditrisken* innebär risken att motparten inte alls kan stå för sina förpliktelser och *likviditetsrisken* att förpliktelsens fullgörande inte sker i rätt tid.

Med en annan infallsvinkel kan man skilja på *kapitalrisk* och *ersättningskostnadsrisk* eller *marknadsrisk*. Den första risken innebär risken att förlora hela det värde som affären gällt. Den senare innebär att den ena parten fallerar men den andra parten därvid inte behöver fullgöra sin del av avtalet. Risken föreligger emellertid att den andra parten måste göra en ersättningsaffär till ett annat, sämre pris.

Kreditrisken kan om man inte tillämpar ett system där levererans sker om och endast om motprestationen samtidigt fullgörs innebära en kapitalrisk. Tillämpas ett system för samtidig leverans mot betalning (DVP) kan kreditrisken reduceras till en ersättningskostnadsrisk. Likviditetsrisken innebär normalt en ersättningskostnadsrisk. Det går oftast visst tid mellan avslut och avvecklingen och under denna tid föreligger vanligen inte någon kapitalrisk men väl en ersättningskostnadsrisk. Det är först om bristande förmåga framkommer vid avvecklingen som kreditrisken uppstår. Man använder därför också begreppet avvecklingsrisk för vad som kan inträffa vid avvecklingen.

De nu behandlade riskerna kan medföra förluster för den eller de parter som har affärer med en fallerande part. För det fall deras förluster leder till att de i sin tur inte kan fullgöra sina förpliktelser mot tredje part kan ett fallissemang få dominoeffekter. I värsta fall kan detta leda till att hela det finansiella systemets stabilitet hotas. Detta brukar kallas *systemrisk*.

En utförlig beskrivning av nu nämnda risker följer nedan.

Kreditrisk (credit risk) definieras som risken att en affär inte kommer att avvecklas till sitt fulla värde, antingen vid den avtalade avvecklingstidpunkten eller vid någon annan tidpunkt därefter. För det fall att en motpart inställer betalningarna innefattar kreditriskbegreppet risken att parten förlorar icke realiserade vinster på avslut som inte har avvecklats innan motparten ställde in betalningarna eller, i vart fall, att utfallet av affären blir sämre. Begreppet innefattar även risken för att en part förlorar de instrument som har levererats till motparten före betalningsinställelsen eller den betalning som har skett till motparten före nämnda tidpunkt. En part i en värdepappersaffär är utsatt för dessa risker eftersom dels (1) priset på ett finansiellt instrument kan förändras mellan dagen för avslut och avvecklingsdagen, dels (2) leverans och betalning av finansiella instrument inte alltid är synkroniserade, dvs. sker samtidigt.

Definitionen av kreditrisk omfattar ersättningskostnadsrisken och kapitalrisken.

Ersättningskostnadsrisken (replacement cost risk) är beteckningen för risken att en motpart, under tiden mellan avslut och avveckling, dvs. innan betalning resp. leverans skett, ställer in betalningarna och att parten därför måste ingå en ny affär med en tredje part, eventuellt till ett annat pris. Denna risk på grund av förändringar av priset på i affären ingående financial instrument kan även kallas marknadsrisk (market risk) eller kursrisk.

Kapitalrisk (capital risk, principal risk) är risken för förlust av de finansiella instrument eller den betalning som överförts till en motpart som ställer in betalningarna. Denna kreditrisk är som nyss nämnts ett resultat av att betalning och leverans inte är synkroniserade med varandra vid avvecklingen. Kapitalrisken motsvarar cross-currency settlement risk vid valutahandel. När risken särskilt uppkommer på grund av att parterna befinner sig i olika tidszoner är denna risk mer känd under namnet *Herstatt risk*.

Det bör anmärkas att i svensk terminologi begreppet kreditrisk vanligen används som beteckning för risken att en emittent av en obligation (låntagare) inte förmår fullgöra sina förpliktelser när det gäller inlösen av lånet eller räntebetalning. Här är det dock inte fråga om en risk som är förbunden med clearing- och avvecklingsproceduren utan en risk i värdepapperet som sådant. Riskerna som är förenade med värdepapperet brukar inte beröras i de internationella framställningarna rörande clearing och avveckling. Förutom kreditrisk kan köp av t.ex. en obligation vara förenad med en likviditetsrisk. Den risk avser möjligheterna för en innehavare att sälja obligationen innan den löpt ut på andrahandsmarknaden. En väl fungerande andrahandsmarknad utgör en nödvändig förutsättning för god likviditet. Andra typer av risker vid köp av en obligation är inflationsrisken och ränterisken.

Som närmare skall behandlas i avsnitt 4.3.5 utgör säkerheter för åtaganden i samband med clearingverksamhet ett särskilt problem där möjligheterna att snabbt tillgodogöra sig en ställd säkerhet och kvaliteten på densamma är av avgörande betydelse. När ett system för att begränsa

kreditriskerna utnyttjar säkerheter i form av värdepapper utgör risken för att en emittent av ett sådant värdepapper ställer in betalningarna en väsentlig risk som måste beaktas.

Likviditetsrisken (Liquidity risk) utgör risken att avveckling inte kommer att ske vid rätt tidpunkt utan först viss tid därefter. Detta kan sammanhånga med tekniska förhållanden eller bero på något temporärt hinder. En väl fungerande andrahandsmarknad är en nödvändig förutsättning för god likviditet. För hanteringen av de risker som uppkommer vid clearing och avveckling när en affär inte kan genomföras är likviditeten på marknaden självfallet av mycket stor betydelse. På en värdepappersmarknad med god likviditet som dessutom har en fungerande marknad för värdepapperslån och kreditfaciliteter finns goda möjligheter att kunna hantera likviditetsrisken vid clearing och avveckling. Vid motsatt situation, dvs. en illikvid marknad, kan det bli både kostsamt och dyrt att försöka genomföra en affär. I värsta fall kan likviditeten helt försvinna från marknaden. Detta är inte helt ovanligt när det gäller udda tillgångar såsom särskilt konstruerade finansiella instrument men det har också förekommit beträffande mer vanligt förekommande instrument, jämför t.ex. vad som inträffade beträffande marknadsbevisen hösten 1990 i Sverige och på den s.k. junk-bond marknaden i USA.

Resultatet av att en transaktion inte kan genomföras i tid kan bli att aktörerna tappar förtroendet för motparten, clearingorganisationen eller hela den aktuella finansiella marknaden. Den icke genomförda affären kan också få svåra konsekvenser för de inblandade parterna. Säljaren som inte erhåller betalning kanske måste låna pengar eller sälja tillgångar för att kunna möta andra åtaganden. Köparen å sin sida kan få svårigheter att fullgöra ett åtagande att leverera. Vilka konsekvenser som i praktiken uppstår när en affär inte genomförs i tid är i främsta rummet beroende av likviditeten på den aktuella marknaden. På en mycket likvid marknad kan köpare och säljare till en lägre kostnad än på en sämre tangerande marknad kompensera den icke genomförda affären.

Systemrisk (Systemic risk) i vid mening är risken att en parts oförmåga att fullfölja sina åtaganden vid rätt tidpunkt får till följd att andra parter inte heller kan fullfölja sina åtaganden vid rätt tidpunkt. Risken sprider sig så att säga inom själva systemet. Denna definition täcker såväl mindre avvecklingsproblem som sådan systemrisk som kan hota det finansiella systemets stabilitet. Parternas oförmåga att fullfölja sina åtaganden eller omfattande tekniska problem kan nämligen i värsta fall resultera i så stora kreditförluster och likviditetsproblem att vanliga bank- och avtalsarrangemang inte klarar av att hantera problemen. I de tre ovan nämnda rapporterna från centralbankerna i G 10-länderna är det hanteringen av denna risk som är det dominerande spörsmålet. Hanteringen av systemrisk på de finansiella marknaderna har också varit föremål för studier inom OECD, nämligen i kommittén för de finansiella marknaderna (the Committee on Financial Markets). Dessa studier har bl.a. resulterat i skriften *Systemic Risks in Securities Markets*.

Som sammanfattande beteckning för sådana risker som består i att motparten i en affär kan tänkas misslyckas med att fullfölja sina

åtaganden används som tidigare nämnts ofta termen **motpartsrisk**. Det bör härvid anmärkas att redan handelssystemet kan påverka motpartsrisken, nämligen beroende på i vilken utsträckning systemet medger en möjlighet för en part att själv välja sin motpart. I vissa automatiska handelssystem sker avslut automatiskt utan möjlighet för parten att pröva motpartens förmåga att leverera eller betala. Motpartsrisken kan i varierande omfattning övertas av en clearingorganisation. Incitamenten och behoven för parterna att hantera motpartsrisker minskar givetvis om en clearingorganisation inträder som part. I stället sker en koncentration av riskerna till clearingorganisationen, vilket innebär att parterna har att bedöma risken för att en clearingorganisation inte kan fullfölja sina åtaganden. Skulle en clearingorganisation gå omkull kan risk uppkomma för hela det finansiella systemet. Det kan således uppkomma en systemrisk om en clearingorganisation skulle fallera.

En grundläggande fråga vid analysen av främst motpartsriskerna vid clearing och avveckling är hur clearingen är organiserad och vilka aktörer som har direkta affärs- och avtalsförhållanden med varandra. Om clearingverksamheten är organiserad med en central motpart kan förhållandena se ut enligt följande.

1. Partsförhållande föreligger mellan clearingorganisationen och medlemmarna i clearingorganisationen, t.ex. värdepappersinstitut och större institutionella investerare.

2. Clearingmedlemmarna kan ha avtal med, förutom clearingorganisationen, motparterna i sådana affärer som hanteras av clearingorganisationen, t.ex. andra medlemmar vid den marknadsplats affären har gjorts. Dessutom har clearingmedlemmarna avtal med sina kunder. De senare kan vara clearingmedlemmens kunder men de kan också vara s.k. indirekta clearingmedlemmar, exempelvis värdepappersbolag eller institutionella investerare som av ett eller annat skäl inte får delta direkt i clearingverksamheten.

3. Kunderna i värdepappersaffärerna har partsförhållande direkt eller indirekt med en clearingmedlem.

Denna beskrivning är förenklad, exempelvis kan en clearingorganisation (jfr t.ex. OM) ha direkta avtalsförhållanden med kunder. Clearingen kan vara organiserad på många olika sätt som påverkar partsförhållandet. Förutom de ovan berörda strukturerna, nämligen när det finns en central motpart eller ingen alls, kan leveranserna ske genom ett institut, t.ex. en central värdepappersförvarare av typ VPC medan betalningsåtagandena avvecklas via banker eller centralbanken.

Utöver parterna och clearingorganisationer kan andra aktörer ta del i clearingen och avvecklingen på sådant sätt att riskbilden påverkas. Exempelvis kan en clearingorganisation hantera leveransförpliktelseerna medan avvecklingen av betalningsåtagandena genomförs via banksystemet. I det sistnämnda fallet har parterna att beakta risken för fallissemang hos den eller de banker som hanterar betalningarna. Ett sådant fallissemang kan också utgöra grund för en systemrisk.

Banker, värdepappersinstitut och andra aktörer kan även på andra sätt ta del i avvecklingsprocessen, t.ex. genom att förmedla betalningar, ställa

garantier för värdepappersaffärer eller för clearingorganisationen och vara s.k. depåbank.

Operationella risker är risker för störningar i sådana system, t.ex. data- och kommunikationssystem, som är kritiska för att clearing och avveckling skall fungera. Om exempelvis någon komponent i hårdvaran, mjukvaran eller kommunikationssystemet inte fungerar hos en clearingorganisation eller hos en clearingmedlem kan det resultera i en försening av avvecklingen och att likviditetsproblem därigenom uppstår. Operationella problem kan även öka kreditrisken. Ett exempel på detta är om systemet för övervakning och kontroll av positionerna i handeln inte fungerar. Detta kan medföra att deltagarna i handeln inte i erforderlig omfattning kan kontrollera sin kreditexponering. Ett fallissemang av en viktig komponent kan också medföra en ökning av tiden mellan avslut och avveckling vilket ökar kreditrisken.

Om instrumenten är föremål för handel i fysisk form eller om de är dematerialiserade eller immobiliserade är också ett förhållande som påverkar riskbedömningen. Betydande risker av olika slag kan naturligtvis vara förknippade med den valvshantering som måste förekomma i dokumentbaserade system. Men även när instrumenten representeras av registreringar hos en värdepappersförvarare eller förvaltare (depository, custodian) har parterna att beakta risken för att problem hos det ansvariga organet kan resultera i exempelvis svårigheter att leverera i tid. Risken för total förlust av instrumenten synes dock i de flesta sådana system vara förebyggd.

Hur instrumenten är utformade — dvs. om de är dokumentbaserade eller ej — påverkar inte bara sådana risker som är förknippade med överföring, transport och förvaring av instrumenten utan också sådana faktorer som risken för bedrägerier och förfälskningar samt risken för olika typer av databrott, exempelvis icke auktoriserade överföringar av finansiella instrument.

En annan risk är den **legala risken** vid handel med finansiella instrument. Följande situationer är exempel på när denna risk kan aktualiseras. Dokumentation av en affär kan visa sig vara otillräcklig. Motpartens behörighet att ingå en affär avseende en viss typ av instrument eller med ett viss innehåll kan bli ifrågasatt. Även lagligheten av en transaktion med finansiella instrument kan i vissa fall komma att ifrågasättas. Vidare kan följderna av att en part ställer in betalningarna eller går i konkurs för en affär eller för ett clearing- och avvecklingssystem vara svåra att förutse.

I ett välkänt engelskt rättsfall prövade House of Lords i januari 1991 om kommunala myndigheter (bl.a. the London Borough of Hammersmith and Fulham) hade rätt ingå räntesvappkontrakt. House of Lords förklarade i domen att kommunala myndigheter endast hade rätt att göra sådan placeringar som var tillåtna enligt bestämmelserna för den kommunala medelsförvaltningen. Eftersom någon rätt att ingå svappkontrakt inte fanns enligt dessa bestämmelser och svappkontrakten inte heller kunde anses vara kopplade till den kommunala rätten att uppta lån så förklarade domstolen att myndigheterna i fråga inte hade rätt att ingå

svappkontrakt eller liknande transaktioner. Flera engelska kommuner var vid tiden för domen ganska stora och aktiva aktörer på svappmarknaden i England. House of Lords dom fick därför ganska stor uppmärksamhet.

Nämnda rättsfall aktualiserar spørsmålet om en parts rätt att handla med derivatinstrument. I Trettio-gruppens studie av derivathandeln, *Derivatives: Practise and Principles*, påpekas särskilt betydelsen av att rätten att handla med derivatinstrument klarläggs beträffande statliga och kommunala myndigheter, försäkringsbolag, pensionsfonder och bostadsfinansieringsinstitut. Även i Sverige har statliga och kommunala myndigheters rätt att handla med derivat diskuterats, exempelvis när det blev offentligt att Stockholms stad hade gjort stora förluster vid handel med derivatinstrument. Det är numera relativt vanligt att rätten att handla med exempelvis optioner och terminer finns uttryckligt behandlad i de placeringsbestämmelser som gäller myndigheter eller företag. Som exempel kan nämnas 12 a § i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden och 25 § i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Enligt uppgift saknar emellertid flera kommuner i sina placeringsbestämmelser regler om derivatinstrument.

I USA har tidigare tidigare en viss osäkerhet varit för handen om det förelåg rätt att handla utanför terminsbörserna (dvs. OTC) med terminer och liknande derivatinstrument som omfattades av CFTC:s behörighet. Detta problem synes numera var på väg att lösas i USA.

Andra juridiska problem som har diskuterats är hållbarheten av nettningsöverenskommelser och av olika avtalslösningar vid derivathandeln på parternas förhållande till varandra om en av parterna skulle ställa in betalningarna. De legala problemen vid nettningsdiskuteras i avsnitt 4.3.5. ISDA (International Swap Dealers Association) har upprättat standardavtal för den internationella svapphandeln som särskilt behandlar obeståndsproblematiken. För att få största möjliga säkerhet att standardsavtalens lösning på denna problematik är hållbar införskaffas vanligen expertutlåtanden om regleringens hållbarhet i ett visst land innan detta lands aktörer får rätt att utnyttja standardavtalen och delta i handeln.

4.3 Åtgärder för riskbegränsning

4.3.1 Allmänt om riskhanteringssystem

För att hantera och begränsa de i avsnitt 4.2 behandlade riskerna vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden krävs att de inblandade aktörerna skall ha väl genomtänkta och dokumenterade *riskhanteringssystem*. Sådana system är uppbyggda för att förebygga och begränsa de kredit-, likviditets- och operationella risker som föreligger vid avvecklingen samt förhindra att det vid clearing och avveckling uppkommer en risk för det finansiella systemets stabilitet (systemrisk).

Ett riskhanteringssystem skall *förebygga* sådana risker som kan uppstå om någon av aktörerna i ett clearing- och avvecklingsystem saknar till-

räckliga resurser för att kunna infria sina åtaganden att leverera och betala. Av väsentlig vikt är därvid att riskhanteringssystemet medger en *kontinuerlig övervakning* av clearingmedlemmarnas positioner och exponering samt att ett snabbt åtgärdande kan ske enligt riskhanteringssystemet av uppkommande finansiella och operationella problem. För det fall clearing och avveckling sker genom en clearingorganisation är det ett vanligt krav att organisationen skall ha *tillräckliga resurser* för att i vart fall klara av att genomföra avvecklingen på utsatt tid även om en aktör ställer in betalningarna.

Ett riskhanteringssystem skall även omfatta *tillförlitligheten* av de operationella system som är kritiska för avvecklingen, exempelvis hårdvara, mjukvara och kommunikationssystem.

Grunden för varje riskhanteringssystem är en analys av vilka risker som föreligger vid en viss typ av clearingverksamhet. Vilka dessa är beror givetvis på (den planerade) organisationen av clearingverksamheten och på den specifika marknadens struktur, t.ex. typ av instrument, omsättning, omsättningshastighet och volatilitet, likviditet, kreditfaciliteter och typ av aktörer etc. Vid varje clearingverksamhet bör de särskilda riskerna identifieras, mätas och värderas samt dokumenteras i en plan för hanteringen av de väsentliga riskerna. I sistnämnda plan bör också metoderna för hantering av riskerna specificeras.

En avgörande fråga för alla riskhanteringssystem är hur *ansvaret* för systemet är avvägt. Riskerna vid clearing och avveckling kan liksom ansvaret för riskhanteringen vara fördelat på skilda sätt. Det viktiga är emellertid att det är klart och tydligt fastlagt vem eller vilka som är ansvariga för riskhanteringen och att deltagarna är medvetna om var ansvaret ligger. I det enklaste fallet nämligen när någon central clearing inte förekommer eller clearingorganisationen inte tar något ansvar eller någon risk ligger ansvaret givetvis på parterna. Om marknaden är organiserad med en central clearing och avveckling kan clearingorganisationen vara primärt ansvarig för all riskhantering, men även vid sådan clearing kan incitament föreligga för parterna att hantera t.ex. vissa motpartsrisker. Incitamenten kan bestå av bilaterala begränsningar eller regler om att eventuella förluster på grund av en deltagares fallissemang skall fördelas efter var och ens andel affärer med den fallerande deltagaren. Förutom hur ansvaret är avvägt mellan en clearingorganisation och dess medlemmar är det av betydelse också hur ansvaret för riskhanteringen är fördelat i det enskilda företaget.

Ett annat vanligt krav är att *åtgärder* enligt ett riskhanteringssystem i en krissituation skall kunna sättas in mycket *snabbt*. För att bibehålla förtroendet för clearingen och avvecklingen på de finansiella marknaderna bör riskhanteringssystemen konstrueras på sådant sätt att eventuella problem kan åtgärdas med stor skyndsamhet. Utrymmet för diskussioner om lämpliga åtgärder eller utdragna förhandlingar med deltagare på fallrepet är i de flesta fall synnerligen begränsat. Det sagda innebär att höga krav bör ställas på den legala grunden för åtgärder i en krissituation enligt riskhanteringssystem. Det måste exempelvis klart framgå av lag, avtal eller medlemsvillkor vilka befogenheter en clearingorganisation har

gentemot en fallerande deltagare och vilka förutsättningar som skall föreligga för att en säkerhet eller en garanti skall få tas i anspråk.

Enligt studien *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets* (s. 2) skall ett riskhanteringssystem för ett clearing- och avvecklingssystem klara av följande uppgifter.

1. Begränsa kreditförluster och likviditetsproblem till följd av att en clearingdeltagare inte kan fullfölja sina åtaganden.

2. Säkra att avvecklingen kan ske på utsatt tid och att eventuella förluster kan täckas av övriga deltagare.

3. Garantera att det finns säkra och tillförlitliga system (t.ex. data- och kommunikationssystem) för clearingverksamhetens kritiska funktioner.

I de följande avsnitten behandlas några åtgärder för hantering av risker som brukar tillämpas vid clearingverksamhet och som även har rekommenderats i de i avsnitt 3 behandlade studierna av clearing och avveckling.

4.3.2 Leverans mot likvid

Kapitalrisken innebär att en part riskerar att förlora hela värdet av de finansiella instrument eller den betalning som har överförs till motparten om den senare kommer på obestånd och inte kan fullfölja sina åtaganden. Ett avvecklingssystem som tillåter sådan risk kan i värsta fall medföra så stora kreditförluster att risk för det finansiella systemets stabilitet uppkommer (systemrisk). Det är därför väsentligt att minska faran för kapitalrisk vid clearing och avveckling. Ett system där överföringarna av likvider och finansiella instrument sker samtidigt och båda överföringarna är oåterkalleliga och slutliga är det säkraste sättet att undvika att förluster på grund av kapitalrisk uppkommer. Att komma så nära som möjligt denna säkerhet vid leverans mot likvid (delivery versus payment, DVP) är därför av väsentlig vikt vid konstruktion av clearing- och avvecklingssystem.

Vid en genomgång av de i G10-länderna förekommande systemen för clearing och avveckling av huvudsakligen avistainstrument samt sådana system som håller på att utvecklas har i DVP-rapporten tre olika modeller för leverans mot likvid identifierats.

Modell 1

System som avvecklar leveransförpliktelse och betalningsåtagandena enligt principen affär för affär (brutto) och där oåterkallelig överföring av instrumenten från säljare till köpare sker samtidigt som en oåterkallelig överföring av likvider från köpare till säljare.

Denna modell som således tillämpar bruttoavveckling gör det möjligt att eliminera kapitalrisken. Modell 1 ställer emellertid höga krav på clearingmedlemmarnas likviditet. Likviditetskravet medför risk för att ett antal överföringar inte kan genomföras i tid på grund av att medlemmarna vid avvecklingstidpunkten saknar tillräckliga resurser i form av finansiella instrument och/eller likvider. Osäkerhet om den aktuella balansställningen kan minska förtroendet för systemet och därigenom öka

såväl ersättningskostnadsrisken som likviditetsrisken. Olika åtgärder, såsom turordningsarrangemang och möjlighet att låna finansiella instrument, kan minska osäkerheten om huruvida avvecklingen kan genomföras. För att minska likviditetstrycket och behovet av tillgängliga likvider medger clearing- och avvecklingssystem enligt modell 1 ofta medlemmarna kredit under dagen eller över natten. Denna kredit kan minska behov av likvida medel och på så sätt reducera antalet överföringar som inte kan genomföras. En sådan reduktion kan i sin tur minska såväl ersättningskostnadsriskerna som likviditetsriskerna vid clearingen. Euroclear och Cedel tillämpar denna modell för avveckling.

I ett system som medger övertrasseringar uppkommer emellertid risken att sådana krediter inte kan betalas. Om en fallerande medlem inte har ställt säkerhet för krediten kan systemet utsättas för en kapitallrisk.

Modell 2

System som avvecklar leveransförpliktelseerna enligt principen affär för affär och där oåterkalleliga överföringar av instrument från säljare till köpare sker kontinuerligt under avvecklingsprocessen. Betalningsåtagandena avvecklas netto med oåterkallelig överföring av likvider från köpare till säljare först vid slutet av avvecklingsprocessen.

I denna modell sker således en bruttoavveckling av de finansiella instrumenten medan likviderna nettoavvecklas. Utan ytterligare säkerhetsåtgärder innebär denna modell att säljaren av instrumenten är exponerad för kapitalrisk eftersom en oåterkallelig överföring av instrumenten sker i tiden innan likviden för instrumenten överförs från köpare till säljare. På grund av nettningen av betalningsåtagandena minskas risken för att ett stort antal transaktioner inte kan genomföras. För att trygga att säljaren får betalt och därigenom minska kapitalrisken tillämpas ofta ett system där leveransen av instrumenten villkoras av en oåterkallelig utfästelse från t.ex. köparens bank att erlagga betalning för instrumenten till säljarens bank. Systemet kan kallas leverans mot garanterad betalning. Ett sådant system minskar säljarens motpartsrisk i förhållandet till köparen. I stället blir emellertid säljaren exponerad för risken att den som gjort utfästelsen ställer in betalningarna. Avvecklingen i Sverige av aktie- och penningmarknadsaffärer genom VPC och riksbanksclearingen liknar denna modell.

Modell 3

System som avvecklar leveransförpliktelseerna och betalningsåtagandena netto med oåterkallelig överföring av såväl instrument som likvider vid slutet av avvecklingsprocessen.

Om överföringen av instrument sker samtidigt som överföringen av likvider kan system enligt modell 3 eliminera kapitalrisken.

Nettningen av leveransförpliktelseerna och betalningsåtagandena är vanligen juridiskt bindande endast under förutsättning att parten förmår fullgöra samtliga efter nettningen kvarstående åtaganden. Om en medlem efter nettningen inte kan uppfylla sina åtaganden måste sannolikt en

backning (reversal, unwind, revoke) ske av den fallerande medlemmens åtaganden. Det kan vara fråga om en partiell backning, dvs. av så många åtaganden att medlemmen efter backning förmår uppfylla resterande åtaganden, men det kan också vara fråga om en total backning. En total backning av en clearingmedlems samtliga transaktioner kan medföra svåra följder för övriga clearingmedlemmar och i värsta fall utsätta systemet för en risk. I DVP-rapporten diskuterats om och under vilka förutsättningar ett system av typ modell 3 kan godtagas med hänsyn till riskerna vid backning (se vidare avsnitt 4.3.5 om nettning).

Slutsatsen av granskningen i DVP-rapporten av de förekommande modellerna för clearing och avveckling är att det från riskhanteringshänseende är viktigare vilka skyddsmekanismer (riskhanteringssystem) som en modell har gentemot kapital-, kredit- och likviditetsrisker än vilken av modellerna 1-3 som utnyttjas.

4.3.3 Krav på och övervakning av clearingmedlemmar

Ett sätt att begränsa riskerna vid clearing och avveckling är att ställa upp krav för medlemskap i ett clearingsystem.

Såväl clearingorganisationer som clearingmedlemmar har berättigade krav på en begränsad medlemskrets vid clearing och avveckling för att värna sina egna intressen. Clearing och avveckling på värdepappersmarknaderna är en viktig men också riskfylld verksamhet. Problem vid clearing och avveckling kan som nämnts i värsta fall hota det finansiella systemets stabilitet. Av detta skäl kan även staten ha ett intresse av att ställa upp vissa krav för medlemskap i ett clearing- och avvecklings-system som hanterar risker. Medlemskap i ett clearing- och avvecklings-system kan emellertid innebära konkurrens- och kostnadsfördelar för en medlem gentemot indirekta medlemmar och andra. På grund härav uppställs krav på att kriterierna för medlemskap i ett clearing- och avvecklings-system skall vara öppet redovisade och icke-diskriminerande. Det vanliga är att kraven avser deltagarnas finansiella och operationella styrka.

Finansiell styrka

Det säger sig själv att kraven på finansiella styrka kan variera beroende på hur clearingverksamheten är organiserad, vilka risker som föreligger och hur dessa är fördelade samt den aktuella marknadens struktur. Kraven kan också variera beroende på i vilken omfattning medlemmen deltar i clearingverksamheten. En medlem kan delta i clearingendast för egna affärer eller för egna affärer och kunders affärer. Andra medlemmar, kallade direkta clearingmedlemmar (direct eller general clearing member), kan clara också för s.k. indirekta clearingmedlemmar. En indirekt clearingmedlem kan exempelvis vara en medlem av börser eller handelsplatsen som den direkta clearingmedlemmen utför clearingtjänster åt.

Liksom börserna brukar ställa krav på visst minimikapital för medlemskap ställer även clearingorganisationer krav på kapital för medlemsskap.

Eftersom själva handeln i princip är mindre riskfylld än avvecklingen är det vanligt att clearingorganisationer ställer ett högre krav på kapital än t.ex. den börs som organisationen är kopplad till. Det är också vanligt att medlemskretsen i en börs och i en clearingorganisation skiljer sig åt.

I detta sammanhang bör behandlas de krav på s.k. kapitaltäckning som uppställts för banker och värdepappersbolag. Kapitaltäckningsreglerna innebär i korthet att instituten ska ha ett bestämt riskkapital i förhållande till kreditrisken i placeringar och i åtaganden utanför balansräkningen. I den s.k. Baselöverenskommelsen 1988 antogs de regler som i dag gäller för bankernas kapitaltäckning. Denna överenskommelse var utarbetad av Baselkommittén för banktillsyn som är ett samarbetsorgan mellan G 10-länderna. I syfte att stärka stabilitet och sundhet i det internationella banksystemet samt uppnå större konkurrensneutralitet mellan länderna har kommittén sommaren 1993 lämnat förslag på tillägg till kapitaltäckningsregler som tillämpas i Sverige för banker, kreditinstitut och vissa värdepappersbolag. Kommittén föreslår i detta tillägg att nettning i större utsträckning ska accepteras vid beräkning av kapitaltäckningen. Vidare föreslår kommittén att hänsyn, utöver kreditrisken, även ska tas till marknadsrisker för ränte- och aktiekursförändringar samt valutakursrisker vid beräkning av kapitaltäckning.

Ett arbete likartat Baselkommitténs avseende vilka kapitalkrav som bör ställas på värdepappersbolag och kreditinstitut inkl. banker har bedrivits inom EG. Arbetet har bl.a. resulterat i det nyligen antagna direktivet om kapitalkrav vars huvudsyfte är att förbättra övervakningen och kontrollen av marknadsrisker som värdepappersbolag och kreditinstitut utsätter sig för. Samtidigt är avsikten med direktivet att skapa likvärdiga konkurrensförutsättningar för dessa typer av företag. En redogörelse för kapitalkravsdirektivet (CAD) och det med detta direktiv direkt kopplade investeringstjänstedirektivet (ISD) finns i avsnitt 3.4.

Någon definition av clearing- och avvecklingssystem återfinns inte i direktivet, men vid utredningens besök hos EG-kommissionen ansåg företrädare för DG XV att begreppet clearing- och avvecklingssystem i direktivet även täckte system för kontoföring av finansiella instrument. Som grund för detta antagande anfördes vid besöket det generella syftet med direktivet, nämligen att ge värdepappersinstitut rätt att med stöd av hemlandsauktorisering utan diskriminering kunna utföra investerings-tjänster i övriga medlemsländer via filial eller genom gränsöverskridande verksamhet. Att ett utländskt värdepappersinstitut inte skulle få tillgång till ett system för kontoföring av finansiella instrument skulle kunna innebära ett hinder för detta instituts tillträde till marknaden i värdlandet.

Med utgångspunkt från att investeringstjänstedirektivet och kapitalkravsdirektivet kommer att införlivas i EES-avtalet innebär dessa direktiv att kapitalkravet för medlemskap på en reglerad marknadsplats kommer att bli vägledande för vilket krav på kapital som kan ställas på medlemmar i clearingorganisationer. Därutöver får enligt investeringstjänstedirektivet uppställas lämpliga regler för att säkra att åtagandena vid clearing och avveckling kan uppfyllas under förutsättning att reglerna är icke-diskriminerande. För det fall centralbanken tar del i clearing och

avvecklingen är den emellertid inte bunden av dessa krav utan kan ställa upp egna under ovan angivna förutsättningar.

Operationell kapacitet

Utöver finansiell styrka ställs vanligen krav på att clearingmedlemmarna skall ha en sådan organisation av verksamheten som är nödvändig för deltagande i clearingverksamhet. Därvid avses till en början att personalen har erfarenhet av clearingverksamhet och att den avdelning som hanterar clearingfrågorna, vanligen back-office, har nödvändiga resurser och rutiner för att kunna hantera uppkommande problem och risker.

För att hantera och begränsa de problem och risker som kan uppkomma vid clearing och avveckling föreligger som nyss diskuterats i avsnitt 4.3.1 ett krav på de inblandade aktörerna att de skall ha väl genomtänkta och dokumenterade *riskhanteringssystem*. Dessa system skall vara uppbyggda för att förebygga och begränsa de kredit-, likviditets- och operationella risker som föreligger vid avvecklingen samt förhindra att det vid clearing och avveckling uppkommer en risk för det finansiella systemets stabilitet (systemrisk).

Grunden för ett sådant riskhanteringssystem är en analys av vilka risker som föreligger vid medlemmens deltagande i clearingverksamhet. Vilka dessa risker är och i vilken omfattning den enskilde aktören är exponerad för sådana risker är givetvis till viss del beroende av aktörens aktivitet som clearingmedlem. De huvudsakliga riskerna bör identifieras, mätas och värderas samt dokumenteras i en plan för hanteringen av de väsentliga riskerna. I sistnämnda plan bör också anges hur dessa risker skall hanteras (beträffande vikten av att mäta och analysera risker kan hänvisas till skriften *Risk Management in Financial Services*, OECD 1992).

De operationella kraven avser vidare medlemmarnas data- och kommunikationsutrustning. Dessa faciliteter skall tillfredsställa högt ställda krav på tillförlitlighet. Såsom tidigare påpekats kan störningar i ett clearing- och avvecklingssystem operationella infrastruktur förorsaka stora problem. Sådana störningar kan medföra att likviditetsproblem uppkommer och även öka kreditriskerna genom att försena avvecklingen och förhindra den nödvändiga övervakningen av clearingmedlemmarnas positioner och exponering i handeln. Även dessa risker måste självfallet analyseras och behandlas i en plan för riskhanteringen.

Vidare bör skydd finnas i datasystemet gentemot icke-auktoriserade överföringar av tillgångar och bedrägerier samt även skydd för data som är nödvändiga för slutförandet av avvecklingsprocessen. Datasystemet bör ha kapacitet att klara en kraftig, oväntad ökning av antalet transaktioner. Det bör härvid anmärkas att datasystemen hade problem att hantera volymökningen i oktober 1987 i USA. För det fall datasystemet skulle bli utslaget bör en clearingmedlem ha tillgång till ett reservsystem som snabbt kan sättas i bruk. Back-up faciliteter bör vidare självfallet finnas för kommunikationsnätverk och kraftkällor.

Enligt studien *Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets* talar clearing- och avvecklingssystemens komplexitet och vikt för att en clearingmedlem skall ha tillgång till ett reservsystem på annat ställe än det vanliga verksamhetsstället (s. 16). Vilka krav skall då uppställas på reservsystems tillgänglighet. Detta är en omdiskuterad fråga. I nyss nämnda studie anges emellertid att de flesta amerikanska aktörer har sådana back-up faciliteter att de efter ett fallissemang kan fortsätta sin verksamhet inom några timmar endera på det vanliga verksamhetsstället eller på reservstället.

I detta sammanhang bör påpekas att denna fråga är nära kopplad till vilka reservsystem det finns för att efter ett haveri fortsätta handeln på en marknadsplats. För att uppställa krav i nu diskuterade avseenden erfordras en ingående analys av vilka konsekvenser ett avbrott i verksamheten — på marknadsplatsen eller i clearing- och avvecklings-systemet — skulle kunna få för marknaden i sin helhet och för de enskilda aktörerna.

Övervakningen av medlemmarnas positioner

Av väsentlig vikt är att det sker en kontinuerlig övervakning av medlemmarna i ett clearingsystem. En sådan övervakning bör omfatta medlemmarnas positioner och exponering i handeln och kontroll av deras finansiella styrka genom exempelvis regelbundna redovisningar av finansiella nyckeltal. Även de administrativa rutinerna och säkerhetssystemens funktion bör givetvis kontinuerligt övervakas.

Ett särskilt problem är i detta sammanhang ansvaret för övervakningen av medlemmarna och hur denna övervakning skall organiseras och koordineras. Ett flertal myndigheter och institut kan vara involverade i övervakningen på värdepappersmarknaden. Aktörerna på denna marknad står vanligen under löpande tillsyn av en tillsynsmyndighet. Denna tillsyn kan skötas av en myndighet eller av centralbanken eller kan tillsynen på ett eller annat sätt skötas av båda. Vidare övervakar clearingorganisationen sina medlemmar. Därtill kommer att medlemmarna kan ha skäl att övervaka varandra, särskilt om clearingsystemet innebär att motparts-riskerna helt eller delvis kvarstår för medlemmarna eller om ingen central clearing finns. Problemet med utförande och koordination av övervakningen får en annan dimension och svårighetsgrad när en clearingmedlem bedriver verksamhet i utlandet.

Övervakningsfrågor har som tidigare berörts diskuterats flitigt i USA. Även om den amerikanska marknaden på sitt sätt är unik med t.ex. en fragmentariserad clearing och avveckling samt en övervakning som är uppdelad på flera myndigheter finns det anledning att överväga om de amerikanska erfarenheterna är tillämpliga även i Sverige och Europa. Internationaliseringen och förverkligandet av EG:s inre marknad innebär sannolikt att övervakningsfrågorna kommer att stå i fokus i framtiden. Förutom problemet med att övervaka en clearingsmedlems aktiviteter på skilda marknader som har diskuterats i USA tillkommer i Europa det

faktum att sådana aktiviteter kommer att bedrivas under skilda jurisdiktioner.

Övervakningen av clearingmedlemmars finansiella styrka och exponering är således ett komplext problem med många svårigheter. En clearingorganisation kan oftast endast erhålla snabb och korrekt information om medlemmens position på en viss marknad, nämligen den marknad clearingorganisationen betjänar. Det vanliga är emellertid att en clearingmedlem har positioner på ett flertal marknader, såsom aktie-, penning-, derivat-, OTC-, och valutamarknaden, vilket medför svårigheter för clearingorganisationen att göra en helhetsbedömning av clearingmedlemmens totala exponering och aktuella finansiella styrka. Därtill kommer att medlemmens handel på dessa marknader kanske sker genom annan juridisk person och att handeln genomförs på marknader i andra länder.

Sammanfattningvis kan konstateras att den snabba utvecklingen på värdepappersmarknaderna och den pågående internationaliseringen ställer betydande krav på övervakande myndigheter och samarbetet mellan dessa. Värdepappersmarknadernas betydelse för det finansiella systemet och de krav som måste ställas på övervakningen av aktörerna på dessa marknader innebär med all sannolikhet att myndigheternas resurser måste förstärkas i betydande omfattning.

4.3.4 Förkortning av avvecklingstiden

Tiden mellan avslut och avveckling varierar världen över liksom sättet att avveckla. Två typer av avvecklingssystem kan urskiljas på avistamarknaderna. I det ena avvecklas samtliga affärer som har skett under en viss längre period, t.ex. en eller två veckor, på en viss dag. Ett exempel på en sådan avveckling är det nuvarande systemet för leverans och likvid vid aktieaffärer i Storbritannien. Den andra typen av system för avvecklingen är ett rullande system (rolling settlement) där varje dag är en avvecklingsdag. I ett sådant rullande system kan även avveckling ske vid flera tidpunkter varje dag eller genom kontinuerlig leverans av de finansiella instrumenten (se t.ex. modell 2 i avsnitt 4.3.2).

Fördelen med ett rullande system anses vara att avvecklingsmängden blir mindre samt att risken för en ansamling av problem reduceras.

Risken för att avvecklingen av en affär misslyckas liksom ersättningskostnadsrisken tenderar att bli lägre vid en kort avvecklingsperiod, dvs. tiden mellan avslut samt leverans och betalning. Som framgått av avsnitt 3 föreligger betydande variationer beträffande tiden för avveckling. Trettio-gruppens rekommendation (nr 7) om att avveckling på avistamarknader skall ske T+3 har dock vunnit allmän acceptans.

En förkortning av avvecklingsperioden kan således minska riskerna vid clearing och avveckling. En intressant fråga är därvid hur mycket avvecklingstiden kan förkortas. Sannolikt kan tiden förkortas ytterligare i takt med den pågående utvecklingen av data-, kommunikations- och informationssystem. Av väsentlig betydelse för clearingorganisationer och clearingmedlemmar är också att matchningen av gjorda avslut sker snabbt

och att korrekt information lämnas till medlemmarna om deras aktuella åtaganden att leverera och betala. På så sätt kan samtliga inblandade i handeln på ett tidigt stadium av clearing- och avvecklingsprocessen överblicka de kommande åtagandena och bedöma behovet av exempelvis kompletterande affärer, värdepapperslån och kredit. Ett snabbt och korrekt matchningsförfarande kan såldes väsentligt bidra till en säker och effektiv avveckling.

4.3.5 Nettning

Nettning innebär som tidigare nämnts att parternas krav på varandra utjämnas. Ett clearingsystem som innefattar nettning kan förbättra clearingens funktionssätt och avsevärt reducera riskerna vid clearing och avveckling men också, om nettningen inte uppfyller vissa krav, utsätta systemet för betydande risker. Nettning är ett omdiskuterat ämne och Trettio-gruppen har i sina rekommendationer förordat att eventuella fördelar på varje marknad med nettning först skall studeras och att nettning endast skall införas om det är lämpligt.

Fördelarna och riskerna med nettning vid valutahandeln och även vid system för stora betalningar har studerats noggrant av centralbankerna i G 10-länderna (se avsnitt 3.5.1 och avsnitt 3.6 om bl.a. valutahandeln). Dessa studier har resulterat i två rapporter, Angelrapporten och Lamfalussyrapporten. Dessa rapporters tillämplighet vid nettning på värdepappersmarknaden har prövats i DVP-rapporten. Slutsatsen i sistnämnda rapport är att riskerna vid nettning på värdepappersmarknaden är mindre än på valutamarknaden och de s.k. Lamfalussykriterierna när det gäller system för clearing och avveckling på värdepappersmarknaden skall ses som utgångspunkt och referensram för en analys av sådana system.

I den så kallade Baselöverenskommelsen 1988 (the Basle Accord) antogs de kapitalkrav som för närvarande är internationellt accepterade för kapitaltäckningen hos banker, andra kreditinstitut och vissa värdepappersbolag. Dessa regler innebär i korthet att instituten skall ha ett bestämt riskkapital i förhållande till kreditrisken i placeringar och i åtaganden utanför balansräkningen. I Baselöverenskommelsen godtogs endast en form av nettning, nämligen bilateral nettning genom novation av svappar och liknande kontrakt i samma valuta och med samma avvecklingsdag. För sådana fick kapitaltäckningsbehovet räknas på nettobasis i stället för på bruttobasis.

Baselkommittén för banktillsyn skickade som nämnts sommaren 1993 ut ett förslag om tillägg till Baselöverenskommelsens regler om kapitaltäckning. I detta tillägg föreslås bl.a. att bilateral nettning i större utsträckning skall tillåtas i kapitaltäckningssammanhang. Nämnas bör också att tillägget innehåller ett förslag om att bankerna utöver kreditrisken även skall ta hänsyn till marknadsrisker för ränte- och aktiekursförändringar samt valutarisker vid beräkningen av kapitaltäckningen.

Lamfalussy-kriterierna utgör grund för kommitténs förslag beträffande bilateral nettning. Förslaget innehåller i korthet följande riktlinjer för att

bilateral nettning skall godtas. För det första skall överenskommelsen mellan parterna om nettning föreskriva att, om en part går omkull, den andra parten endast kan fordra eller avkrävas ett nettobelopp avseende gjorda affärer enligt avtalet. Vidare skall det finnas stöd för att en genomförd nettning, för det fall den ifrågasätts, kommer att godtas av domstolar i alla berörda jurisdiktioner. Det innebär att nettningen skall vara hållbar i de länder parterna har sitt säte och för en filial även i det land filialen är etablerad. Nettningen skall vidare vara hållbar både enligt tillämplig lag för den enskilda affären och enligt den lag som reglerar kontraktet eller avtalet om nettning. Enligt förslaget åvilar det banken att för den nationella tillsynsmyndigheten visa att dessa förutsättningar för att nettning skall godtas är uppfyllda. Det är den nationella tillsynsmyndigheten som slutligt prövar om det bilaterala nettningensförfarandet kan tillåtas vid beräkningen av kapitaltäckningskraven. Slutligen föreskrivs i förslaget att det skall finnas rutiner för det fall ändringar skulle ske av relevanta lagar.

Uppfyller en bilateral nettning ovannämnda krav får kapitaltäckningsbehovet, som utgör ersättningskostnaderna för de affärer som omfattas av nettningensöverenskommelsen, räknas på nettobasis jämte ett visst tillägg (add-on). Enligt en beräkning i förslaget innebär ett godtagande av nettningen en minskning av kapitaltäckningskraven med 25-40 % för de affärer som omfattas av nettningen. Det bör även påpekas att kommittén föreslår att nettningensöverenskommelser som innehåller s.k. walkaway klausuler inte skall godtas i dessa sammanhang. En walkaway klausul innebär att om en part fallerar den andra parten endast behöver betala ett begränsat belopp eller inget belopp alls även om den fallerande parten eller konkursboet har ett nettokrav på den andra parten.

I förslaget berörs även multilateral nettning och förutsättningarna för att sådan nettning i framtiden skall tillåtas i kapitaltäckningssammanhang. Baselkommitténs förslag har utsänds till medlemsländerna för synpunkter från marknadens aktörer. Enligt förordet till förslaget förväntas det i fråga om nettning bli genomfört relativt snabbt.

I detta sammanhang bör även beröras den diskussion som pågår om hur systemen för interbankbetalningar skall se ut inom EG, främst om sådana betalningar skall avvecklas brutto (enligt principen affär för affär) eller netto (sedan ett nettningensförfarande har genomförts). I en rapport förra året ("Issues of common concern to EC central banks in the field of payment systems", 1992), som antagits av centralbankscheferna inom EG, har förordats för länkar mellan centralbankerna att betalningar avvecklas på bruttobasis och i realtid (Real Time Gross Settlement).

Att nettning kan ge anledning till mycket svåra juridiska frågor är uppenbart. Flera länder har lagstiftningsvägen sökt undanröja osäkerheten beträffande hållbarheten av avtal om nettning. Som exempel kan nämnas lagstiftningen i USA. Därvid kan anmärkas att ett första försök att lagstifta om nettning inte befanns vara tillfyllest och att ny lagstiftning fick genomföras (3.3.1). Lagregleringen har även ägt rum i Storbritannien (3.3.2) Kanada och Belgien. I avsnitt 3.6.3 har redogjorts för de båda nettningssystemen för valutahandeln FXNET och ECHO Netting. För del-

tagande i dessa system krävs att nettningen skall vara hållbar i de deltagande aktörernas hemland och om det är fråga om en filial, även i det land där filialen är etablerad. Även utarbetade standardavtal för derivatkontrakt, t.ex. de som har upprättats av International Swap Dealers Association för svappavtal, förutsätter att nettningssystemet enligt avtalet vilar på stabil juridisk grund. Förutom aktörernas hemland kan krav även uppställas på att nettningen skall vara hållbar i det land där affären görs upp eller avvecklas i.

Föreligger osäkerhet om nettning är hållbar i ett visst land eller inom en viss jurisdiktion kan banker och andra aktörer med etablering där komma att ställas utanför system för nettning och även komma i en sämre konkurrenssituation på den internationella värdepappersmarknaden. Ett väl fungerande nettningssystem kan medföra bättre skydd mot kapitalrisken och erättningskostnadsrisken. Vidare blir volymen vid avvecklingen mindre efter det att nettning har skett. En bank som ställs utanför ett nettningssystem kan således utsättas för större risker än annars. Vid bilateral handel förekommer ofta limiter, dvs. begränsningar av exempelvis det belopp de sammanlagda affärerna med, eller exponeringen mot, en motpart får uppgå till. För det fall nettning inte sker kan parterna snabbare nå dessa limiter. Därtill kommer de fördelar beträffande krav på kapitaltäckning som ett nettningssystem kan medföra för parterna.

Det är särskilt två problem som brukar lyftas fram när riskerna med nettning har diskuterats. Det första problemet är hur hållbar en överenskomst om nettning är om en deltagare går i konkurs och vilka konsekvenser konkursen i så fall får för de andra deltagarna och för de affärer som är föremål för avtalet om nettning. Kan en konkursförvaltare fritt välja (s.k. cherry-picking) vilka affärer han vill fullfölja resp. avstå ifrån? Hur påverkas framtida utfallande förpliktelser som omfattas av avtalet om nettning, t.ex. termins- och optionsaffärer? För att förhindra osäkerhet om konsekvenserna av en konkurs föreligger krav från tillsynsmyndigheterna för godtagande av nettning i kapitaltäckningssammanhang att avtalet om bilateral nettning skall vila på en välgrundad legal bas och att det inte skall råda osäkerhet om vilka transaktioner som kan genomföras. Ett vanligt önskemål eller krav vid nettning är att regelsystemet skall möjliggöra att en slutavräkning kan ske som inkluderar samtliga avtal som träffats före konkursen, även avtal om framtida förpliktelser. Önskemålet är också att slutavräkningen skall ske utan att konkursförvaltaren blir inblandad, med andra ord att en slutavräkning mellan deltagarna i ett nettningssystem får ske utanför konkursförordningen. En lösning är därvid att avräkning sker med utgångspunkt från förhållandena dagen innan konkursbeslutet.

Det andra stora problemet är hur en fallande deltagares affärer skall hanteras i ett system med multilateral nettning av leveransförpliktelser och/eller betalningsåtaganden. Om en partiell eller total backning måste ske anses ett sådant förfarande kunna utgöra en källa till risk för hela det finansiella systemet. Denna risk har exempelvis fått Federal Reserve att i ett uttalande förklara att backning inte kan godtas som åtgärd för att hantera likviditetsproblem vid avveckling av värdepappersaffärer (Federal

Reserve Policy Statement on Private Delivery-Against-Payment Systems från den 15 juni 1989). Inte heller Bank of England godtar backning (se avsnitt 3.3.2). I DVP-rapporten analyseras nettning och backning. Slutsatsen är att backning kan godtas om ett sådant system är förenligt med marknadens struktur och om tillräckliga säkerhetsåtgärder finns på den aktuella marknaden för hantering av riskerna som är förenade med backningen.

Vilka är då fördelarna med nettning?

- Genom att reducera antalet avslut som slutligt går till avveckling kan nettning minska de operationella påfrestningarna vid avvecklingen och på clearingsystem samt kostnaderna vid clearing och avveckling.

- Nettning kan reducera värdet på betalningsöverföringarna som skall ske vilket minskar likviditetskraven och riskerna för betalningsförse-
ningar.

- Ett nettingssystem kan också reducera problemen med samordningen av in- och utflöden av finansiella instrument och likvider, vilket kan minska riskerna vid avvecklingen.

- Nettning kan reducera motpartsexponeringen och därmed minska kapitalrisken och ersättningskostnadsrisken.

- Slutligen kan nettning i vissa fall reducera kraven på kapitaltäckning för deltagarna i ett nettningsförfarande som tillsynsmyndigheterna har accepterat.

Nettning kan ske mellan två parter (bilateral) eller så kan utjämning ske mellan fler än två parter (multilateral). Därutöver förekommer former såsom positionsnettning och nettning genom novation. Vid positionsnettning kvarstår de ursprungliga avtalen men överföringarna vid avvecklingen reduceras (nettas). Positionsnettning reducerar volymen och värdet på flödena vilket kan minska de operationella påfrestningarna på clearing och de dagliga likviditetskraven. Däremot kvarstår vid positionsnettning motpartsriskerna. Vid nettning genom novation (obligationsnettning) ersätts de ursprungliga avtalen med nya avtal. Nettning genom novation minskar de operationella påfrestningarna men påverkar också motpartsrisken om clearingorganisationen (nettningsarrangören) träder in som ny motpart genom substitution.

Ett fungerande nettingssystem kan således vara av stor betydelse för att minska riskerna vid clearing och avveckling. För att nettning skall fylla denna funktion krävs en välgrundad legal bas för nettningen och att de juridiska förutsättningarna och konsekvenserna av nettning är noggrant undersökta.

I DVP-rapporten rekommenderas att Lamfalussykriterierna för godtagbara nettingssystem skall utgöra utgångspunkt och referensram för bedömningen av nettingssystem vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden. Det bör dock observeras att det är fråga om minimikriterier. Kriterierna är följande.

1. Nettingssystem skall ha en välgrundad legal bas under alla aktuella jurisdiktioner.

2. Deltagarna i ett nettningsssystem skall vara väl införstådda med effekten av ett visst nettningsssystem på var och en av de finansiella risker som påverkas av nettningsprocessen.

3. Multilaterala nettningsssystem skall ha klart definierade procedurer för hanteringen av kredit- och likviditetsrisker, vilka anger hur ansvaret är fördelat mellan den som tillhandahåller nettningsystemet och deltagarna. Dessa procedurer skall också säkerställa att samtliga parter har både incitament och kapacitet för att hantera och behärska varje risk de bär och att maximilimiter finns för varje deltagares kreditexponering.

4. Multilaterala nettningsssystem skall, som ett minimikrav, säkerställa att den dagliga avvecklingen kan genomföras på utsatt tid även om nettningsdeltagaren med den största nettoskuldpositionen inte kan fullfölja sina åtaganden.

5. Multilaterala nettningsssystem skall ha objektiva och offentliggjorda kriterier för anslutning till systemet som medger tillgång utan diskriminering.

6. Nettningsssystem skall säkerställa de tekniska systemens operationella tillförlitlighet och tillgången till backup-faciliteter med kapacitet att klara av den dagliga processen.

4.3.6 Central clearingorganisation

En clearingorganisation kan genom att garantera förpliktelserna i handeln eller gå in som central motpart bidra till en säker och effektiv clearing och avveckling. Med central motpart avses att en clearingorganisation går in i varje avtal som motpart, dvs. som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren (substitution). Det ursprungliga avtalet mellan köpare och säljare ersätts av nya avtal mellan clearingorganisationen och köparen resp. säljaren (novation). Den andra formen, att clearingorganisationen garanterar förpliktelserna, kan fylla funktionen att minska riskerna vid clearing och avveckling men kan medföra att clearingorganisationens och parternas förhållande till varandra blir något mer komplicerat eftersom parternas ursprungliga avtal kvarstår.

Även om clearingorganisationen inte går in som motpart eller garant kan organisationen bidra till en säker och effektiv clearing och avveckling genom att exempelvis hantera matchningsförfarandet, räkna ut parternas förpliktelser att leverera och betala, genomföra nettning och övervaka deltagarnas positioner och exponering i handeln.

Vilka affärer garanterar då en clearingorganisation? Ur riskhanteringshänseende är detta givetvis en mycket väsentlig fråga. En vanlig lösning är att clearingorganisationen endast garanterar de direkta clearingmedlemmarnas affärer medan förhållandet mellan clearingmedlem och kund inte ingår i garantin. Undantag förekommer givetvis. Till exempel har OM ett system med direkta åtaganden från organisationens sida gentemot kunderna. Även den tidpunkt från vilken en clearingorganisation garanterar affärer kan variera. Oftast går clearingorganisationen in som central motpart eller garant först efter det matchning av affären har skett eller när clearingmedlemmen har ställt föreskriven säkerhet för sina affärer.

En clearingorganisation kan hantera olika instrument på skilda sätt och därvid kan även variation i fråga om exempelvis innebörden av garantin förekomma.

Ett clearingsystem som innehåller en central motpart eller garant kan medföra flera fördelar för riskhanteringen vid clearing och avveckling. Bland annat kan en clearingorganisation bidra till en säker och effektiv clearing och avveckling genom följande åtgärder.

- Clearingorganisationen kan centralisera riskhanteringen och bedömningen av motpartsrisker.
- Clearingorganisationen kan vidare centralisera övervakningen av de deltagande aktörernas finansiella ställning och exponering i handeln.
- Clearingorganisationen kan minska motpartsriskerna för deltagarna genom att vara den som i första hand hanterar eventuella förluster när en deltagare inte kan fullföra sina åtaganden.
- Clearingorganisation kan bidra till en säkrare avveckling genom att tillhandahålla och sköta system för multilateral nettnng.

Emellertid medför ett system med en central motpart eller garant inte bara fördelar utan också nackdelar ur riskhanteringshänseende. Visserligen minskas riskerna för deltagarna men clearingorganisationen är som central motpart eller garant utsatt för både kredit- och likviditetsrisker från båda sidor av affären. Clearingorganisationen försöker därför trygga sin ställning genom olika åtgärder. Bland dessa kan följande nämnas.

- System för leverans mot betalning.
- Begränsningar av medlemskretsen.
- Övervakning av medlemmarna.
- Krav på säkerheter.
- Kontinuerlig marknadsvärdering av ställda säkerheter och gjorda åtaganden samt regler som åläggs medlemmarna att komplettera ställda säkerheter när dessa försämras. Organisationens regler kan också innehålla bestämmelser om extra avveckling vid extraordinära förhållanden.
- Rätt för clearingorganisationen att vid givna förutsättningar tillgodogöra sig ställda säkerheter och även rätt för organisationen att avveckla en fallerande medlems transaktioner.
- Medlemmarnas rätt att ta vissa positioner kan vara begränsade för att skydda marknaden och övriga medlemmar (limiter och positionsbegränsningar).
- Skyldighet för deltagarna att under vissa förutsättningar göra vissa affärer eller på annat sätt bidra till en säker avveckling.
- Bibehålla en stark finansiell ställning genom t.ex. eget kapital, bidrag från medlemmarna till en clearingfond eller garantier från desamma.

En nackdel med en central motpart är den koncentration av risk som sker hos denna organisation och det faktum att organisationens finansiella resurser normalt är begränsade. Ett vanligt krav är som tidigare nämnts att en clearingorganisation skall ha tillräckliga resurser för att klara av en avveckling i tid även om en av medlemmarna i avvecklingen inte klarar av att uppfylla sina åtaganden gentemot organisationen.

En ytterligare nackdel med en central motpart eller garant är att det finns risk att medlemmarna är mindre försiktiga i sitt agerande i ett

sådant system eftersom ett fallissemang i första hand tas hand om av clearingorganisationen, och medlemmen i vissa system endast riskerar en mindre del av kostnaden för ett fallissemang (moral hazard).

Sammanfattningsvis är bedömningen att förekomsten av en clearingorganisation kan bidra till att avsevärt minska riskerna för deltagarna vid clearing och avveckling. Emellertid beror graden av riskreducering på clearingorganisationens finansiella och operationella styrka. Om tvivel skulle uppstå i fråga om organisationens förmåga att hantera avvecklingen och avvecklingsproblem kan svåra konsekvenser uppkomma för bl.a. clearingmedlemmarna. En clearingorganisations oförmåga att hantera avvecklingen har i den internationella diskussionen pekats ut som en potentiell orsak till en systemkris. Det sagda innebär att hårda krav bör ställas på en clearingorganisation som hanterar risker. Dessa krav är hänförliga till exempelvis organisationens finansiella styrka, operationella kapacitet och riskhanteringssystem.

4.3.7 Säkerhetskrav

Säkerheter

En clearingorganisation kan på olika sätt skydda sig mot kreditrisker till följd av ställningen som central motpart eller garant. En av åtgärderna är att kräva säkerheter av clearingdeltagarna för kreditgivningen i systemet. Vanliga säkerheter är kontanter, bankgarantier och finansiella instrument. Höga krav ställs på säkerheternas kvalitet. Säkerheternas likviditet och tillgänglighet är av största betydelse för att dessa skall fylla sin funktion i en krissituation. Ett betydelsefullt moment i riskhanteringen är därför den kontinuerliga bedömning av säkerheternas värde som utförs av clearingorganisationen.

De senaste årens utveckling har också aktualiserat behovet av en bedömning av clearingorganisationens totala innehav av säkerheter och om clearingorganisationen genom en sammansättning kan vara utsatt för ökad risk. Ett exempel på denna utveckling är diskussionen i USA (se avsnitt 3.3.1) om hur stor andel av en clearingorganisations säkerheter som bör få bestå av bankgarantier (letters of credit) och hur stor del av sådana garantier i sin tur får bestå av garantier från ett och samma institut. Samma diskussion kan i viss mån också föras om hur stor andel av den sammanlagda säkerhetsmassan som bör få utgöras av ett och samma instrument eller typ av instrument, dels med beaktande av möjligheten att snabbt omsätta detta instrument (likviditeten på just detta instruments marknad), dels med hänsyn till en eventuell risk för att emittenten ställer in betalningarna.

Av väsentlig vikt är möjligheten att i en krissituation snabbt kunna realisera säkerheterna. Detta krav innebär som sagt att endast mycket likvida tillgångar bör godtas som säkerheter. Kontanta medel motsvarar i princip detta krav. Är det så att clearingorganisationen godtar säkerheter i form av utländsk valuta måste kursriskerna beaktas vid värderingen av den utländska valutan ifråga. Vad gäller finansiella instrument som säkerhet görs vanligen ett avdrag från marknadsvärdet (haircut) vid bestäm-

mande av instrumentets säkerhets- eller belåningsvärde. Storleken av avdraget varierar, från några få procent beträffande s.k. guldkantade papper, t.ex. statsobligationer, till avdrag med 40-50 % på OTC-aktier. Avdraget bör bl.a. täcka risken för kursfall vid en försäljning av instrumentet i en krissituation (marknadsrisken). Beträffande finansiella instrument bör anmärkas att det är oerhört väsentligt att en noggrann prövning sker av alla instrument som kan komma i fråga som säkerheter. Skulle en emittent av ett instrument som utnyttjas som säkerhet ställa in betalningarna kan väsentliga risker uppkomma för clearingorganisationen och i värsta fall för det finansiella systemet.

När det gäller ställda garantier omfattar prövningen för det första det utställande institutets förmåga att infria garantin. Endast garantier från mycket solida institut brukar i dessa sammanhang godtas. Institutets förmåga att infria en garanti kan liksom värdet av ett finansiellt instrument givetvis variera över tiden, vilket innebär att en kontinuerlig prövning av garantierna bör ske. Som ovan nämnts har i USA andelen garantier i den sammanlagda säkerhetsmassan diskuterats och hur stor en sådan andel garantier från ett institut får vara. Bakgrunden till denna diskussion är erfarenheterna från kraschen 1987. Hur stor andelen garantier bör få vara i ett enskilt system är självfallet beroende på faktorer såsom marknadens storlek, handelns omfattning, institutens och clearingorganisationens kapitalstyrka samt riskhanteringssystemet i övrigt.

Kravet på att ställda säkerheter och lämnade garantier skall vara snabbt tillgängliga innebär att clearingorganisationens legala rätt att i en krissituation utan dröjsmål tillgodogöra sig säkerheten eller erhålla garanterade medel bör stå utom allt tvivel. Villkoren för ställda garantiers infriande bör dessutom vara klara och tydliga, liksom villkoren för ställda säkerheter. Av vikt är dessutom att tiden från det att clearingorganisationen påkallar att garantin skall infrias till dess att den infrias är kort. Tidsfaktorn är i detta sammanhang av väsentlig betydelse. En försening av infriandet av gjorda åtaganden till en clearingorganisation kan i en krissituation utsätta organisationen för betydande problem.

Vid bedömningen av nu behandlade resursers tillgänglighet finns skäl att beakta att en krissituation kan innebära likviditetsproblem i hela det finansiella systemet. Efterfrågan på resurser i form av t.ex. kredit kan i en sådan situation vara mycket stor och det är därför viktigt att en clearingorganisation försäkras sig om att förmåga finns hos garanter och andra att även i en krissituation kunna uppfylla sina åtaganden i rätt tid. Det bör därvid uppmärksammas att ett av problemen vid kraschen 1987 i USA var "sena betalningar".

Ett sätt för clearingorganisationer att skydda sig mot ersättningskostnadsrisken (marknadsrisken) är att efter det avslut har träffats kräva säkerheter från deltagarna i clearingen för risken för förändringar av marknadsvärdet på dels instrument som organisationen clearar, dels sådana instrument som godtas som säkerheter. Tidpunkten för skyldigheten att erlagga initial säkerhet för värdeförändringarna kan variera och är ofta knuten till tidpunkten och villkoren för clearingorganisationens åtagande. Initial säkerhet kan exempelvis krävas fr.o.m. avslutet, match-

ningen eller när affären uppfyllt villkoren för att tas in i clearing- och avvecklingssystemet.

Efter det att deltagarna har ställt initial säkerhet kan det gå viss tid till den slutliga avvecklingen. Detta gäller främst derivathandeln, där tiden mellan avslut och avveckling kan vara mycket lång, kanske flera år, men även vid avistahandeln kan betydande variationer förekomma, från avveckling dagen efter avslut till avveckling flera veckor efter det avslutet har träffats. Under denna tid kan givetvis värdet på de aktuella instrumenten förändras och därmed deltagarens position och exponering i clearing- och avvecklingssystemet. För att bevara skyddet under tiden fram till avvecklingen kräver vanligen clearingorganisationen ytterligare säkerheter för det fall de initialt ställda säkerheterna inte täcker värdeförändringarna över tiden. Storleken av de ytterligare marginalsäkerheterna (kallas ibland variation margin) räknas vanligen ut genom en marknadsvärdering av deltagarnas positioner. Detta sker genom en marknadsvärdering av instrumenten som utöver instrumentets aktuella marknadsvärde kan bygga på någon ytterligare faktor såsom en bedömning av de framtida förhållandena samt marknadens och instrumentets historiska volatilitet.

Vilken position skall då ligga till grund för beräkningen av marginalsäkerhetskravet. Ett sätt är att göra en nettoberäkning av medlemmens position i handeln. Beräkningen av marginalsäkerheten kan även bygga på en bruttobedömning, vilket innebär att säkerhet erfordras för varje enskild negativ position. Vidare kan bedömningen utgå från medlemmens position i handeln med ett instrument eller medlemmens sammanlagda position beträffande flera liknande instrument. Även s.k. cross-clearing (korsclearing) förekommer. Med detta uttryck avses beräkning av säkerhetskraven på basis av en medlems position avseende flera olika instrument, t.ex. optioner och terminer i handeln på en marknadsplats. Uttrycket kan också avse system som möjliggör beräkning av säkerhetskraven på basis av deltagarnas sammanlagda position på skilda marknader. Valet av beräkningsmetod för säkerhetskraven påverkar givetvis riskerna i systemet, deltagarnas kostnader samt fördelningen av dessa risker och kostnader.

Ett ytterligare sätt för clearingorganisationen att skydda sig när den går in som motpart eller garant är att kräva säkerhet i form panträtt i det eller de instrument som är föremål för clearing, även benämnt säkerhet i förvärvsobjektet. Även andra instrument än de som förekommer i den aktuella affären som skall clearas kan självfallet godtas som pant. Är en clearingorganisation även registerförare i ett kontobaserat system eller förvarar instrumenten i fråga kan denna form av säkerhet både vara praktisk och lämplig. Vad som tidigare anförts om betydelsen av att clearingorganisationen i en krissituation utan dröjsmål har rätt att och kan tillgodogöra sig de ställda säkerheterna gäller givetvis också ställda panter. Därtill kommer att även panter kontinuerligt måste marknadsvärderas. För att undanröja allt eventuell tvivel om clearingorganisationens rätt till ställd pant kan panträtten lagfästas, s. k. legalpant (jfr t.ex. PmC-systemet i bilaga 2).

4.3.8 Överenskommelser om hantering av förluster m.m.

Säkerheter och marginalsäkerhetskrav kan kompletteras med en överenskommelse mellan clearingmedlemmarna och clearingorganisationen om hur förluster i verksamheten skall hanteras och fördelas. En sådan överenskommelse kan exempelvis innebära att förlusterna skall fördelas på clearingmedlemmarna efter viss mall eller med lika delar. Ett clearing- och avvecklingssystem kan också vara uppbyggt med en clearingfond vars medel är avsedda att täcka förluster som uppkommer när en medlem inte kan fullfölja sina åtaganden. Uppbyggnaden av fonden kan ske på olika sätt, t.ex. genom årliga insättningar av clearingmedlemmarna och/eller genom att clearingorganisationen avsätter överskott i rörelsen till fonden. En annan form är att medlemmarna gentemot clearingorganisationen har åtagit sig att lämna bidrag, eventuellt i form av riskkapital, till organisationen för det fall en förlust skulle uppkomma. En vanlig lösning är att de olika modellerna kombineras. Clearingorganisationen har en clearingfond som skall täcka kvarvarande förluster sedan ställda säkerheter tagits i anspråk. För det fall clearingfonden inte räcker till för att täcka förlusterna kan åtagande föreligga från clearingmedlemmarna att efter viss grund tillskjuta kapital eller skyldighet för vissa garantier att täcka förlusterna.

System för att hantera och fördela förluster vid clearingverksamhet är som tidigare nämnts utsatta för risken att en medlem i sitt risktagande utnyttjar systemets ofullständigheter. Genom att sätta gränser (limiter, caps) för en deltagares positioner och exponering gentemot varje enskild motpart eller mot clearingorganisationen kan denna risk i viss mån begränsas. En annan lösning är att fördela eventuella förluster på sådant sätt att medlemmarna har kvar incitament att hela tiden pröva motparternas förmåga (finansiella styrka). Detta kan ske genom att förluster till följd av en medlems fallissemang inte fördelas solidariskt mellan clearingmedlemmarna utan efter varje medlems andel av affärer med den fallerande medlemmen.

Innehåller en clearingorganisations riskhanteringssystem avtal om hantering av förluster och andra skyldigheter för medlemmarna i clearingringen måste dessa avtal vara så formulerade att medlemmarnas skyldighet att infria åtagandena i enlighet med sagda avtal är odiskutabel. Stränga krav bör således ställas på dessa avtals klarhet och juridiska stringens. Utrymmet i en krissituation för domstolsprövning eller liknande prövning av skyldigheterna synes vara ytterst ringa.

Clearing och avveckling kan vara organiserad på många olika sätt och därvid kan en clearingorganisation tillföras resurser från varierande källor. Förutom resurser härrörande från medlemmarna och eget kapital kan en clearingorganisation ha ekonomiskt stöd från andra institut. Det kan vara fråga om ekonomiskt starka ägare som i avtal åtagit sig att stödja clearingorganisationen. Ett exempel på ett sådant system är när clearingorganisationen ägs av ett konsortium av banker och andra institut på värdepappersmarknaden. En clearingorganisations ekonomiska styrka kan också stå utom allt tvivel genom åtaganden eller garantier från

centralbanken. Olika former av försäkringslösningar kan också bidra till clearingorganisationens förmåga att klara av förluster i rörelsen. Vid en prövning av en clearingorganisationens ekonomiska styrka skall självfallet även nu nämnda resurser beaktas. Emellertid bör observeras att även de nu behandlade sätten att bidra till organisationens styrka måste uppfylla krav på att resurserna är tillgängliga i en krissituation och således verkligen kan bidra till att lösa clearingorganisationens akuta ekonomiska problem.

5 Allmänna överväganden

5.1 Inledning

I utredningens uppdrag har ingått att analysera de olika former av clearing och avveckling som för närvarande förekommer i Sverige och bedöma vilka system som förmår att hantera riskerna inom clearing-verksamhet på ett säkert och rationellt sätt. Utredningen skall därvid göra en översyn av gällande lagar och regler för clearing och avveckling samt överväga om behov föreligger av en enhetlig och generell lagstiftning. I direktiven har särskilt påpekats att det är viktigt att de svenska reglerna för clearing och avveckling samt kontobaserade system blir internationellt anpassade och att utredningen skall pröva om de svenska reglerna överensstämmer med internationell praxis och internationella rekommendationer samt i förekommande fall överväga vilka förändringar som krävs.

I avsnitt 2 och 3 har utredningen beskrivit system för kontoföring, clearing och avveckling i Sverige och i andra länder. Vidare har utredningen i avsnitt 3 behandlat det internationella arbetet för att öka säkerheten och effektiviteten vid clearing och avveckling på de finansiella marknaderna. I avsnitt 4 har beskrivits olika modeller för clearing och avveckling samt möjligheterna till riskhantering vid sådan verksamhet.

I detta kapitel skall några av utredningens allmänna övervägande presenteras. I de två inledande avsnitten (5.2 och 5.3) utvecklar utredningen vilken betydelse en säker och effektiv clearing och avveckling har för värdepappersmarknaden och vilka generella krav som enligt utrednings mening bör ställas på sådan verksamhet. I det efterföljande avsnittet (5.4) lämnar utredningen några synpunkter på clearing och avveckling i Sverige.

Kontobaserade system för registrering av värdepappersinnehav är av väsentlig betydelse för en effektiv och säker clearing och avveckling. Detta torde vara ett huvudsakligt skäl till att utredningen har fått i uppdrag att även se över de kontobaserade systemen. I avsnitt 5.5 tar utredningen upp frågan om en enhetlig reglering av kontobaserade system. Vidare behandlas spörsmålet om det skall finnas endast ett kontosystem i landet eller om utrymme föreligger för flera sådana system. Utredningen behandlar i anslutning därtill frågan om det på detta område bör råda etableringsfrihet och konkurrens. Frågan om internationell anpassning av kontobaserade system berörs också i detta avsnitt. I det

efterföljande avsnittet (5.6) tar utredningen upp frågan vilka krav som kan ställas på kontobaserade system. Därefter tar utredningen i avsnitt 5.7 upp statens roll avseende kontosystem.

Det kan nämnas att förutsättningarna för att i ett kontobaserat system i Sverige registrera utländska värdepapper och möjligheterna till gränsöverskridande länkar mellan värdepappersförvarare behandlas i avsnitt 6.

Som bakgrund till utredningens allmänna överväganden skall först beröras några utvecklingstendenser på de finansiella marknaderna.

För de finansiella marknaderna har de senaste årtiondena inneburit en period av enorma förändringar värden över. Det skulle i detta sammanhang föra för långt att här utveckla detta närmare. I all korthet bör emellertid några företeelser anges som kännetecknar den dramatiska utvecklingen. Internationalisering och avreglering är liksom utvecklingen av data- och kommunikationstekniken välkända kännetecken. Olika innovationer på de finansiella marknaderna, såsom nya instrument och ny handelsteknik, brukar också nämnas i dessa sammanhang. En annan faktor är det förhållande att nya aktörer har tillkommit på marknader som under lång tid varit förbehållna banker och värdepappersbolag. Därtill kommer att kopplingarna mellan de olika marknaderna har stärkts. Utan gå in på orsakssammanhangen kan konstateras att nu berörda faktorer har åtföljs av en remarkabel ökning av omsättningen på dessa marknader liksom på värdena av de tillgångar som handlas på de finansiella marknaderna.

De nu berörda faktorerna och den förändring som dessa för med sig har tillsammans med vissa händelser, t.ex. papperskrisen i USA (se avsnitt 3.3.1), Herstatt-kraschen och det kraftiga börsfallet världen över i oktober 1987, kommit att påverka clearing- och avvecklingsverksamheten. Man kan något förenklat säga att utvecklingen inneburit att clearing- och avvecklingsverksamhet, från att ha varit en föga uppmärksamhet om än nödvändig verksamhet för vissa organisationer och back-office, har kommit att stå i fokus för diskussionerna om erforderliga förändringar på de finansiella marknaderna. Detta hänger givetvis samman med den *ökade riskmedvetenhet* som utvecklingen har fört med sig.

De följder som ett fallissemang, t.ex. att en clearingorganisation går omkull eller att en av de större bankerna vid OTC-handeln med derivat-instrument eller valuta inte klarar sina åtaganden, på de finansiella marknader kan medföra har fått en betydande uppmärksamhet. I värsta fall kan nämligen ett sådant fallissemang medföra en s.k. *systemkris* och framkalla ett hot mot hela det finansiella systemet. Denna risk har särskilt sysselsatt centralbanker, tillsynsmyndigheter och regeringar (se t.ex. avsnitt 3.5.1). Genom att kopplingarna mellan de olika marknaderna har blivit så starka och att information om händelser världen över numera sprids mycket snabbt har de ansvariga myndigheterna och instituten med all sannolikhet i dag mycket kort tid på sig att vidta adekvata åtgärder i syfte att hindra att en kris uppstår på den aktuella marknaden eller i det finansiella systemet på grund av att en viktig aktör fallerar. Krav har därför uppställts att clearings- och avvecklingssystem skall klara av en ordnad avveckling i tid även om en stor aktör fallerar och oro och

turbulens föreligger på marknaden i fråga (se t.ex. punkt 4 i Lamfalussy-kriterierna i avsnitt 4.3.5 och kraven på en clearingorganisation enligt den amerikanska studien Clearance and Settlement in U.S Securities Markets i avsnitt 3.3.1).

För de finansiella företagen har den ökade riskmedvetenheten inneburit ett påtagligt ökat intresse för att säkerställa en avveckling i rätt tid. Behovet av ett *ökat riskmedvetande inom de enskilda företagen* har särskilt betonats liksom nödvändigheten av att införa *rutiner* för att hantera de risker som kan förekomma (se exempelvis OECD:s skrift Risk Management in Financial Services och Trettio-gruppens rapport Derivatives: Practises and Principles). För de enskilda företagen står *motpartsrisken* i fokus. Om motparten kan infria sina åtaganden i tid är självfallet en nyckelfråga vid clearing och avveckling.

Den ökade medvetenheten om motpartsriskerna har medfört att det är vanligt att aktörerna på de finansiella marknaderna numera noga och kontinuerligt *bedömer en motparts förmåga* att kunna fullfölja sina leverans- eller likvidåtaganden. Denna insikt har på vissa marknader, exempelvis valutamarknaden och OTC-marknaden för derivatinstrument, fört med sig att handeln har koncentrerats på ett fåtal mycket kapitalstarka aktörer. En prövning sker också i ökad omfattning av vilken förmåga clearingorganisationen har att klara av sina åtaganden vid avvecklingen. Såsom ovan har berörts är en clearingorganisations stabilitet även av stort intresse för t.ex. centralbanker och tillsynsmyndigheter.

Utvecklingen har i viss mån inneburit att den nämnda bedömningen av aktörernas förmåga att stå för sina åtaganden har *försvärats*. Många aktörer är nämligen aktiva på flera olika marknader, även i andra länder än hemlandet, vilket försämrar såväl bedömningen av deras positioner och exponering som tillsynsmyndigheternas övervakning. Till detta kommer att nya aktörer, t.ex. institutionella investerare och icke-finansiella företag, — som i många fall inte har samma skyldigheter att lämna uppgifter om sin ekonomiska ställning och sina åtaganden — etablerat sig och att nya komplexa affärstrategier och instrument har introducerats.

Allmän enighet torde råda om att *snabbt och effektiv matchning* av gjorda affärer är ägnad att förbättra säkerheten vid handel på de finansiella marknaderna. Aktörerna kan då på ett tidigt stadium få klarhet i sina åtaganden i den efterföljande clearing och avvecklingen och vidta nödvändiga åtgärder för en ordnad avveckling. Vidare har betonats att det behövs en kontinuerlig, i realtid utförd, *övervakning av exponeringen* i handeln. Utöver av aktörerna själva kan en sådan övervakning exempelvis utföras av clearingorganisationen eller tillsynsmyndigheten. För att övervakningen skall kunna fungera kan clearingmedlemmarna vara ålagda att lämna erforderlig information till clearingorganisationen.

Det föreligger enighet om att *avvecklingstiden* överlag bör *förkortas* och att riskerna vid handeln på detta sätt kan minskas. Vidare rekommenderas att system för avveckling av avistaaffärer bör garantera *leverans mot likvid*. På så sätt undviks risken för förlust av de finansiella instrument eller den likvid som överförs till en motpart som ställer in betalningarna.

För att förbättra säkerheten vid avvecklingen rekommenderar bl.a. Centralbankerna i G 10-länderna och Trettio-gruppen i studien om derivat att väl konstruerade system för *nettning* införs. Någon osäkerhet om nettningsens hållbarhet får inte föreligga och stötestenen är därvid om nettningssystem även klarar att en deltagare går i konkurs.

Slutligen bör nämnas vikten av att *ansvaret* vid clearing och avveckling är analyserat och ordentligt fastlagt och att clearing- och avvecklingssystem bygger på juridiskt välgrundade regelverk.

5.2 Betydelsen av en säker och effektiv clearing och avveckling

Utvecklingen på värdepappersmarknaden har följts av lagstiftaren och i Sverige har de senaste åren väsentliga delar av regelsystemet på värdepappersmarknaden reviderats. Förändringarna av lagstiftningen kan sägas ha startat med tillkomsten av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder, som har följts av insiderlagen (1990:1342), lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och senast lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Därvid har eftersträövats inte bara att anpassa regelsystemet till de nuvarande förhållandena utan också att beakta den pågående utvecklingen av såväl den svenska som de internationella marknaderna (se prop. 1990/91:142 s. 73).

I de senaste årens lagstiftning har som en huvudpunkt betonats att handel och verksamheter på värdepappersmarknaden skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för marknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Även i övrigt skall verksamheten bedrivas på ett sunt sätt.

Att statsmakterna på detta sätt önskat att få viss kontroll över utvecklingen på värdepappersmarknaden är naturligt med hänsyn till denna marknads betydelse för näringslivet och det finansiella systemet. Det skulle gå för långt att här utveckla detta närmare. I all korthet kan konstateras att värdepappersmarknaden till en början har en viktig uppgift när det gäller att skaffa fram riskkapital och att effektivt fördela sparandet i ekonomin. Att det på en värdepappersmarknad är säkerställt att leveranserna av finansiella instrument och likvidutväxlingen kan ske på ett säkert och kostnadseffektivt sätt torde ha en icke obetydlig betydelse för en investerare som överväger att göra placeringar på denna marknad. En väl fungerande clearing och avveckling kan på ett väsentligt sätt bidra till en värdepappersmarknads konkurrenskraft och därmed underlätta anskaffningen av risk- och lånekapital. En andra uppgift för det finansiella systemet är att bidra till en effektiv hantering av olika typer av risker. Hanteringen av dessa risker sker till en väsentlig del på olika delmarknader inom värdepappersmarknaden, t.ex. genom olika typer av derivatinstrument.

Att även det sista ledet vid handel på värdepappersmarknaden, clearing och avveckling, fungerar väl får anses utgöra en viktig förutsättning för

värdepappersmarknadens likviditet och säkerhet. Det är också i detta led som de mest betydande riskerna vid handel på värdepappersmarknaden förekommer. Störningar på en delmarknad inom värdepappersmarknaden, t.ex. problem för en stor aktör att fullfölja sina åtaganden, kan fortplanta sig till andra aktörer. Till följd av att delmarknaderna i allt högre grad är beroende av varandra kan sådana störningar även sprida sig till andra marknader inom det finansiella systemet. Brister vid clearing och avveckling kan således medföra att aktörer och allmänheten tappar förtroendet för värdepappersmarknaden och marknaden får svårare att fullgöra nämnda uppgifter i det finansiella systemet.

Den tredje huvuduppgiften för det finansiella systemet är att upprätthålla ett effektivt betalningssystem. Därvid har självfallet bankväsendet den största betydelsen och det är en kris i banksektorn som anses utgöra det största hotet för det finansiella systemets stabilitet. Men värdepappersmarknaden saknar inte betydelse i detta sammanhang. Nya strukturer på handeln och nya instrument har liksom den oerhörda ökningen av omsättningen det senaste årtiondet medfört en ökad uppmärksamhet för denna marknads funktion. Därvid har intresset i hög grad varit koncentrerat på värdepappersmarknadens kopplingar till betalningssystemen och risken för att en kris på värdepappersmarknaden eller inom valutahandeln skulle kunna sprida sig till betalningssystemet och hota det finansiella systemets stabilitet.

I den internationella diskussionen om riskerna vid clearing och avveckling har särskilt två tänkbara orsaker till en allvarlig kris uppmärksamats, nämligen en clearingorganisations fallissemang och den situation som skulle inträda om en stor aktör inom OTC-handeln med derivatprodukter eller i valutahandeln går omkull.

Som tidigare nämnts intar en clearingorganisation en mycket central roll inom handeln med finansiella instrument. En clearingorganisation kan hantera betydande risker. Detta är särskilt påtagligt om organisationen inträder som central motpart eller garanterar de affärer som är föremål för clearing och avveckling. Vid sådan clearingverksamhet sker en koncentration av riskerna hos clearingorganisationen. Men även i andra fall, t.ex. när en clearingorganisation har en dominerande ställning på en marknad, kan en koncentration av de operationella riskerna uppstå. Mot denna bakgrund är det självfallet av mycket stor vikt att aktörerna har förtroende för clearingorganisationens förmåga att sköta clearingen och avvecklingen. För det fall aktörerna skulle förlora förtroendet för en clearingorganisation kan det medföra problem för handeln på värdepappersmarknaden. Om en sådan organisation skulle gå omkull föreligger det dessutom en uppenbar risk att betydande störningar uppkommer, utöver på den aktuella marknaden, även på andra marknader och kanske i hela det finansiella systemet.

Vid OTC-handeln med derivatprodukter är det fråga om mycket stora affärer och stora aktörer, i huvudsak banker. Om en sådan aktör skulle komma på obestånd kan detta innebära svåra påfrestningar för det finansiella systemet. Ur svensk synvinkel skulle ett fallissemang på pen-

ningmarknaden, med hänsyn till affärernas och aktörernas storlek, kunna utgöra ett tänkbart hot mot det svenska finansiella systemets stabilitet.

Betydelsen för värdepappersmarknaden av en väl fungerande clearing och avveckling har också betonats i propositionerna om handel och tjänster på värdepappersmarknaden (prop. 1990/91:142 s. 80) och om ny börslagstiftning m.m. (prop. 1991/92:113 s. 57 och 58). Den ökade medvetenheten om betydelsen av en säker och väl fungerande clearing och avveckling på värdepappersmarknaden har som framgår av avsnitt 3 också fört med sig att det världen över pågår ett intensivt arbete med att förbättra säkerheten vid clearing och avveckling.

Av det nu anförda framgår att det finns ett betydande allmänt intresse av värdepappersmarknadens effektivitet och funktionsduglighet samt att en säker och effektiv clearing och avveckling spelar en viktig roll för denna marknad. Detta liksom värdepappersmarknadens betydelse för penningpolitiken utgör skäl till att nämnda funktioner i viss utsträckning bör vara underkastade offentlig reglering. För att värdepappersmarknaden skall kunna fullgöra sin uppgift på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt och tillgodose kravet på att marknaden har allmänhetens och aktörernas förtroende krävs säkra och effektiva clearing- och avvecklingssystem. Sådana system skall på ett godtagbart sätt kunna hantera riskerna vid clearing och avveckling såsom kredit- och likviditetsrisker samt operationella risker. Därtill kommer att clearing och avveckling på värdepappersmarknaden skall ske på ett sådant sätt att en eventuell kris kan hanteras inom systemen för clearing och avveckling och att risken för att en sådan kris sprider sig till hela det finansiella systemet kan minimeras.

5.3 Generella krav på clearing och avveckling

Problem vid clearing- och avvecklingsverksamhet kan sprida sig till clearingmedlemmarna och deras kunder samt även till andra marknader. Det är därför av väsentligt intresse att sådan verksamhet inte innehåller oacceptabla risker för deltagarna, värdepappersmarknaden och det finansiella systemet. Detta intresse, som kan betecknas som ett skyddsintresse, riktar sig i första hand mot de direkt deltagande, nämligen clearingorganisationer och clearingmedlemmar. De senare är normalt professionella aktörer, t.ex. banker, värdepappersbolag, försäkringsbolag och andra större institutionella investerare.

Behovet att tillgodose detta skyddsintresse bör utgöra grund för en reglering av clearing och avveckling. Clearing- och avvecklingsverksamhet bör därvid bedrivas på ett sådant sätt att risknivån är acceptabel. Vidare bör verksamheten innehålla rutiner och säkerhetsåtgärder för hantering av eventuella problem och risker. För det fall clearing och avveckling sker på ett sådant säkert sätt medför det självfallet att säkerheten förbättras även för de investerare som har tillgång till clearing- och avvecklingstjänster genom en mellanhand. Mellanhändernas verksamhet regleras genom lagen (1991:981) om värdepappersrörelse.

Genom de olika krav som i den lagen ställs på mellanhänderna och den verksamhet som de bedriver, har investerarnas behov av rimligt skydd vad avser det ledet i värdepappershandeln tillgodosetts. Skyddet för investerarna i nästa led, nämligen vid avvecklingen av affärer, bör i första hand ske genom en reglering av att clearing- och avvecklingsverksamhet inte innehåller oacceptabla risker och i övrigt sker på ett godtagbart sätt. En diskussion om vilka krav som bör ställas vid clearing och avveckling bör därför främst omfatta de direkt medverkande, dvs. i regel clearingorganisationer och clearingmedlemmar.

Enligt utredningens mening talar den centrala ställning clearing och avveckling intar på värdepappersmarknaden för att vissa grundläggande verksamhetsregler bör uppställas i lagstiftningen. Detta är så mycket mera motiverat som det är i detta led de mest betydande riskerna för det finansiella systemet vid handel på värdepappersmarknaden föreligger. Sådana regler får också anses utgöra ett led i anpassningen till de internationella kraven på säkerhet vid handel på värdepappersmarknaden. Dessa grundläggande verksamhetsregler bör innehålla incitament till en säker och effektiv clearing och avveckling. Tillsammans med en effektiv tillsyn bör reglerna utgöra grunden för att även clearing- och avvecklingsverksamhet bedrivs på ett sådant sunt sätt att aktörerna, även utländska, har förtroende för den svenska värdepappersmarknaden.

En offentlig reglering kan emellertid inte ersätta marknadens egna rutiner och regler för en säker clearing och avveckling. Av avgörande vikt för säkerheten vid clearing och avveckling är institutens egna system för hanteringen av riskerna vid clearing- och avvecklingsverksamhet. Sådana system måste kunna hantera riskerna på ett tillfredsställande och ansvarsfullt sätt. Det är därför av väsentlig vikt att clearingorganisationer och clearingmedlemmar avsätter resurser för att fortlöpande analysera och förbättra sina riskhanteringssystem.

I den nyligen antagna lagen om börs- och clearingverksamhet har uppställts vissa grundläggande krav på clearingverksamhet för att en sådan verksamhet skall kunna betraktas som sund. Med stöd av sundhetskriteriet prövas organisationen av verksamheten, uppbyggnaden av inre kontroll och säkerhet samt organisationens verkställande ledning och större ägares förmåga att driva verksamheten (se prop. 1990/91:142 s.115, 116 och 156 samt prop. 1991/92:113 s. 59). För clearingverksamhet gäller dessutom för att verksamheten skall kunna betraktas som sund följande krav, nämligen säkra tekniska system, fritt tillträde, neutralitet och ett säkerhetskrav (prop. 1991/92:113 s. 59-62).

Enligt utredningens bedömning motsvarar dessa krav väl de grundläggande anspråk som bör ställas på en clearingverksamhet. Som utredningen strax skall återkomma till bör dessa krav gälla generellt och således inte endast för den mera speciella clearingverksamhet som är lagreglerad för närvarande. När det i övrigt gäller frågan om inriktningen och utformningen av en reglering i fråga om clearingverksamhet vill utredningen betona några huvudpunkter.

Med hänsyn till de betydande risker som förekommer vid clearing och avveckling bör hanteringen av dessa risker ägnas särskild uppmärksam-

het. Störningar vid clearing och avveckling kan i värsta fall fortplanta sig och leda till stora problem på värdepappersmarknaden och även hota det finansiella systemets stabilitet (systemrisk). Ett grundläggande skyddsintresse vid en reglering av clearingverksamhet är därför att riskerna vid clearing och avveckling kan hanteras och att eventuella problem vid clearing och avveckling inte leder till att värdepappersmarknadens funktionsduglighet hotas och i värsta fall även leder till problem avseende det finansiella systemets stabilitet.

En utgångspunkt bör vara att krav uppställs på att clearingorganisationer och clearingmedlemmar vid clearing och avveckling själva identifierar och mäter de väsentliga risker som föreligger i deras verksamhet. Denna analys bör sedan ligga till grund för institutens hantering av dessa risker. Förutom att säkerställa riskmedvetenheten i de aktuella organisationerna och bidra till att dessa har incitament till att upprätta erforderliga riskhanteringsrutiner kan en sådan ordning medföra ökade möjligheter för en effektiv tillsyn av säkerheten vid clearing och avveckling. Kravet på riskhanteringsrutiner är enligt utredningen av sådan betydelse att det bör lagfästas.

Reglerna för clearingverksamhet bör vidare vara så utformade att de på ett ändamålsenligt sätt, utan att säkerhetsaspekterna efterges, kan möta utvecklingen på värdepappersmarknaderna. De bör vara generella och utformade så att de skapar utrymme för nya former inom värdepappershandeln. Lagstiftningen bör inte utan tungt vägande skäl ställa upp några hinder för sådana nya former. Det kan exempelvis vara fråga om ny handelsteknik, nya instrument eller nya aktörer. Detta krav på flexibilitet i lagstiftningen är i och för sig inte något nytt. Samma synsätt har kommit till uttryck i motivet till bl.a. lagen om värdepappersrörelse och den nya börslagstiftningen.

En reglering av clearingverksamhet bör dessutom som tidigare nämnts stå i överensstämmelse med den internationella utvecklingen på värdepappersmarknaderna, varvid EG:s regler utgör en utgångspunkt. Detta är inte minst viktigt när det gäller möjligheten för svenska aktörer att verka på internationella marknader och den svenska marknadens förutsättningar att attrahera utländska aktörer.

Enligt utredningens mening utgör Trettiogruppens rekommendationer en viktig utgångspunkt för bedömningen av om ett clearing- och avvecklingssystem uppfyller de krav som bör ställas på ett sådant system. Rekommendationer som tidigare har behandlats i avsnitt 3.5.2 är följande.

1. Matchningen av affärer mellan direkta marknadsaktörer (t.ex. börsmedlemmar) skall ske senast dagen efter avslutsdagen.
2. Indirekta marknadsaktörer (t.ex. institutionella placerare) skall vara medlemmar i ett matchningssystem som ger positiv bekräftelse av avslutsvillkoren.
3. Varje land skall ha en effektiv och helt utvecklad central värdepappersförvarare (CSD), organiserad och ledd för att uppmuntra bredast möjliga anslutning (direkt eller indirekt).
4. Varje land skall undersöka sin marknadsvolym och deltagande för att utröna om ett nettningsystem skulle vara fördelaktigt med hänsyn

till riskreduceringen och för att öka effektiviteten. Om ett nettnings-system är lämpligt skall det införas.

5. Leverans mot betalning (Delivery versus Payment, DVP) skall vara infört som metod för avveckling av värdepappersaffärer.

6. Betalningar vid avveckling av värdepappersaffärer och förvaltningen av värdepappersportföljer skall vara likartad för alla instrument och alla marknader genom tillämpning av konventionen om att mottagna medel skall kunna disponeras samma dag (same day fund).

7. Ett rullande avvecklingssystem skall införas på alla marknader. Slutlig betalning skall ske senast tre dagar efter affärsdagen.

8. Värdepapperslån skall stödjas som metod att underlätta avvecklingen av leveransförpliktelserna vid värdepappersaffärer. Existerande juridiska eller skattemässiga hinder som förhindrar värdepapperslån skall tas bort.

9. Varje land skall införa den standard för värdepappersmeddelande som har utvecklats av den Internationella Standardiseringskommissionen (ISO, ISO Standard 7775). Särskilt skall alla länder ansluta sig till ISIN numreringsystem för värdepapper så som den definieras i ISO Standard 6166, åtminstone för gränsöverskridande värdepapperstransaktioner.

5.4 Synpunkter på clearingverksamhet i Sverige

För närvarande bedrivs clearing och avveckling på värdepappersmarknaden i Sverige av OM och VPC samt inom ramen för det s.k. MVPS-systemet. Likviderna för värdepappershandeln avvecklas slutligt i riksbanksclearingen. Ett företag, SwedeSettle, planerar att relativt snart börja med clearing- och avvecklingsverksamhet.

När det gäller avvecklingen av värdepappersaffärer råder enighet om att sådana system bör konstrueras för att uppnå eller komma så nära samtidig leverans och likvid som möjligt. I den s.k. DVP-rapporten har riskerna vid olika modeller för leverans mot likvid analyserats. Slutsatsen i denna rapport är att vilka riskhanteringsåtgärder som är kopplade till en viss modell och kvaliteten på dessa åtgärder är av större betydelse för effektiviteten och säkerheten i systemet än vilken modell av leverans mot likvid som systemet tillämpar. Utredningen har i avsnitt 4 uttalat att ett clearing- och avvecklingssystem riskhanteringssystem skall vara konstruerat för att begränsa förluster och likviditetsproblem till följd av en deltagare går omkull och garantera att avveckling kan ske på utsatt tid och att eventuella förluster kan täckas av övriga deltagare. Det kan därvid anmärkas att de s.k. Lamfalussykriterierna innehåller ännu strängare krav. Enligt dessa skall ett multilateralt nettningsystem säkerställa att den dagliga avvecklingen kan genomföras på utsatt tid även om nettningsdeltagaren med den största nettoskuldpositionen inte kan fullfölja sina åtaganden. I Lamfalussykriterierna anges dessutom uttryckligen att kriterierna är minimikrav. I avsnittet om riskhantering betonas att det skall vara klart fastlagt hur ansvaret för riskhanteringen är fördelat.

DVP-rapportens slutsatser kan enligt utredningens mening utgöra en lämplig utgångspunkt för bedömningen av säkerheten vid clearing- och avvecklingsverksamhet på värdepappersmarknaden.

När det gäller MVPS-systemet bör först konstateras att detta bygger på en pappersbaserad hantering. Nackdelarna med en sådan hantering är väl kända (se bl.a. prop. 1990/91:106 s. 29) och även riskerna har i flera sammanhang belysts. Därtill kommer att utredningen redan i avsnittet om detta system har behandlat de problem som är förenade med bruket av leveransförbindelser. Mot denna bakgrund och med hänsyn till den pågående utvecklingen på penningmarknaden anser utredning att anledning saknas att nu behandla systemet närmare. Även OM:s system har som utredningen tidigare påpekat (avsnitt 1.3) varit föremål för ingående studier och översväganden. VPC:s system och särskilt funktionerna för penningmarknaden — vilka utgör en nyhet — bör emellertid lämpligen kommenteras i detta sammanhang.

VPC:s verksamhet vad avser clearing och avveckling på aktiesidan har såvitt utredningen kunnat konstatera fungerat relativt väl och systemet är numera inarbetat på värdepappersmarknaden. Från värdepappersbolagen har framförts att VP-systemet på aktiesidan är ganska kostsamt och att systemet skulle kunna göras smidigare. Att systemet innebär vissa särskilda problem för värdepappersbolagen såväl som för övriga kontohavare med undantag för de banker som deltar i riksbanksclearingen är klart. Med hänsyn till att varje annan aktör måste ha en koppling till en clearingbank för likvidavvecklingen kan inte systemet betecknas som helt konkurrensneutralt. De större bankerna får genom VP-systemets lösning av likvidavvecklingen ett stort inflytande över avvecklingen av aktieaffärer. Detsamma gäller penningmarknadsaffärer enligt VPC:s system för dessa affärer. Det bör dock anmärkas att bankerna vid betalningsavvecklingen påtar sig en vanskelig uppgift, nämligen att kontinuerligt kontrollera att garantier eller säkerheter finns för de institut för vilka de påtagit sig rollen som likvidbank. Det är inte heller ovanligt sett ur internationellt perspektiv att betalningsavvecklingen för värdepappersaffärer slutligt sker inom en begränsad krets vid en centralbanksclearing eller att det direkta tillträdet till clearing och avvecklingen är inskränkt till ett fåtal mycket kapitalstarka aktörer, främst banker. Det ankommer inte på utredningen att ta ställning till vilka som skall få direkt tillträde till riksbanksclearingen. Med hänsyn till den internationella utvecklingen och vad som förevarit i Sverige under den s.k. finanskrisen vill utredningen dock peka på behovet att kontinuerligt pröva medlemskretsen i ett avvecklingssystem.

Utredningen framför i det följande vissa förslag som har direkt bäring på aktieaffärerna, bl.a. om s.k. legalpant, för att underlätta avvecklingen av dessa affärer. Utredningens generella bedömning är att clearing och avveckling av aktieaffärer enligt VP-systemet fungerar på ett tillfredställande sätt och också uppfyller internationella rekommendationer om effektivitet och säkerhet.

Beträffande VPC:s nya system för penningmarknaden anser utredningen att det är en betydande fördel, som helt motsvarar internationella rekommendationer och den moderna värdepappersmarknadens krav, att nu även obligationer och andra instrument på penningmarknaden kan bli dematerialiserade i ett kontosystem. När det gäller avvecklingen av affärerna på penningmarknaden skall i princip VPC spela samma roll som

vid aktieaffärer, nämligen som arrangör av avvecklingen utan något direkt eget ansvar för parternas åtaganden. Penningmarknaden är emellertid ojämförligt mycket större än aktiemarknaden och VPC:s hantering av affärerna på penningmarknaden kommer därmed att omfatta utomordentligt stora värden. Skulle ett fallissemang inträffa på denna marknad är riskerna stora för att en sådan störning kan fortplanta sig till hela det finansiella systemet. Det är därför av mycket stor vikt att ett system för avveckling av affärerna på denna marknad håller hög säkerhetsnivå och att systemet har väl utprovade riskhanteringsrutiner. Ett vanligt krav är som förut nämnts att systemet skall kunna bemästra ett fallissemang av en större clearingmedlem även i en situation präglad av oro och hög prisvolatilitet på de finansiella instrument som skall avvecklas. Vad som nu sagts gäller givetvis i väsentliga delar även clearing och avveckling på aktiemarknaden.

Att i lag ange vilka risker som kan tolereras och vilka som inte är acceptabla samt lämplig risknivå låter sig svårligen göras. Denna fråga måste lösas av de deltagande aktörerna och slutligen prövas av den övervakande myndigheten. Betydande kostnader och oerhörda ansträngningar har under lång tid lagts ned på att åstadkomma ett dematerialiserat system för penningmarknadsinstrument. På detta område gäller i hög grad principen att det goda inte får bli det bästas fiende. Mot bakgrund av de tidigare nämnda internationella studierna och rekommendationerna — särskilt DVP-rapporten — vill utredningen likväl framhålla att några funktioner i VPC:s system för penningmarknaden bör diskuteras närmare under det fortsatta utvecklingsarbetet och att utrymme föreligger för förbättringar av säkerheten i detta system.

I VPC:s system kvarstår motpartsriskerna under hela avvecklingsprocessen eftersom VPC endast är arrangör av denna process. VPC har emellertid också i avtalen påtagit sig rollen som administratör av riskhanteringen och skall tillsammans med parterna försöka att lösa problemen vid försenad avveckling på grund av t.ex. en parts oförmåga att erlagga likvid för sina förpliktelser. Samtliga deltagare har också i avtal förklarat sig beredda att genom ersättningsaffärer och andra åtgärder bidra till att en avveckling kan ske i ordnade former. Att en sådan enighet har kunnat uppnås är från allmän synpunkt naturligtvis mycket tillfredsställande.

Man måste emellertid hålla i minnet att en krissituation på penningmarknaden torde kräva ett snabbt ingripande och att något utrymme för längre diskussioner med deltagarna eller mellan deltagare och myndigheter inte kommer att ges. VPC:s underlag för den förändrade avveckling som skall ske i en sådan situation skall dessutom tas fram mycket snabbt.

Mot bakgrund av den turbulens en eventuell krissituation säkerligen skulle medföra och den ovilja som då kan tänkas föreligga hos aktörerna att åta sig nya och ofördelaktiga förpliktelser skulle det självfallet vara en fördel om deras skyldigheter vid försenad avveckling på ett klarare sätt var fastlagd. Det enda egentliga incitamentet för parterna att delta med affärer i syfte att reda upp situationen vid försenad avveckling är deras ansvar för systemets funktion. Fråga är om detta incitament är tillräckligt

i en allvarlig krissituation. Bristen på uttryckliga förpliktelser för aktörerna vid avveckling i en krissituation samt vikten av att en kris snabbt avvärjs kan i praktiken innebära att staten genom Riksgäldskontoret eller Riksbanken tvingas ingripa av hänsyn till ansvaret för betalningssystemets stabilitet. Staten har emellertid inte i VPC:s system påtagit sig något särskilt ansvar och har inte heller ett mot ett sådant ansvar svarande inflytande.

Enligt utredningens i avsnitt 5.2 framförda mening bör system för clearing- och avveckling på värdepappersmarknaden vara så uppbyggda att det i all möjlig mån finns garantier för att problem vid avvecklingen i sådana system inte leder till en systemrisk och således ett hot mot det finansiella systemets stabilitet. En naturlig vidareutveckling av VPC:s system skulle därför vara att deltagarna på penningmarknaden i en eller annan form tog ett mera juridiskt förpliktande ansvar för avvecklingen och riskhanteringen samt att ansvarsfördelningen på ett tydligt och entydigt sätt lades fast. Enligt utredningens bedömning skulle det också vara till klar fördel för säkerheten om parternas förpliktelser vid avvecklingen även de närmast följande dagarna kunde bli bättre belyst. Dessa åtgärder skulle främja planeringen av en ordnad avveckling och även en bättre framförhållning på en marknad med mycket snabba kast.

En annan aspekt som inte bör förbises gäller hanteringen av en eventuell skadeståndskyldighet för VPC. VPC:s clearing och avveckling av affärer på penningmarknaden kommer att omfatta mycket stora värden om verksamheten utvecklas som planerat. Det bör i detta sammanhang erinras om att den bedömning av VPC:s behov av resurser för att ersätta skador som gjordes vid det kontobaserade systemets tillkomst utgick från omsättningen på aktiemarknaden (se prop. 1988/89:152 s. 165-167). Även om VPC:s som nämnts inte tar något direkt eget ansvar för åtagandenas avveckling, kan fel tänkas uppstå, fel för vilka VPC enligt allmänna principer kan bli ersättningskyldig. Det föreligger därför en risk för att staten såsom ägare i en sådan situation skulle bli tvingad att tillskjuta nytt kapital.

Enligt utredningens mening är det en fördel om VPC redan i nuvarande läge erhåller kapitaltillskott och att garantierna från deltagarna ökas reellt. Utredningen föreslår i det följande att staten på sikt lämnar ägarrollen i VPC. Om ägandet därvid sprids mellan deltagarna och emittenterna i systemet skulle detta innebära att de aktörer som är aktiva i VP-systemet också får ha det direkta ansvaret för systemet.

Som tidigare nämnts planerar SwedeSettle att inom en snar framtid påbörja clearing- och avvecklingsverksamhet med inriktning på penningmarknaden och på professionella aktörer. Utredningen saknar anledning att i detta skede närmare uttala sig om SwedeSettles blivande verksamhet men vill ändå erinra om att den modell som SwedeSettle avser att tillämpa — Cedels system — för en smidig avveckling kräver och ger goda faciliteter för värdepapperslån och kreditgivning. En beskrivning av Cedels system för clearing och avveckling finns i avsnitt 3.3.5.

5.5 Ett eller flera kontosystem?

VPC har för närvarande ensamrätt när det gäller kontoföring av dematerialiserade finansiella instrument. Det är endast genom registrering hos VPC som man utan några underliggande finansiella instrument i dokumentform kan uppnå de rättsverkningar som enligt vanliga civilrättsliga principer är förenade med innehav av sådana instrument. Men VPC:s ensamrätt gäller bara i fråga om själva kontoföringen. Övriga funktioner hos VPC, såsom clearing och likvidutväxling, är inte föremål för något monopol.

Frågan om VPC:s ensamrätt i fråga om kontoföringen har endast förhållandevis kortfattat berörts i förarbetena till gällande lagstiftning. Vid tillkomsten av VPC konstaterades att det inte torde finnas något behov av mer än en värdepapperscentral på den svenska marknaden. I princippropositionen angående det kontobaserade systemet motiverades VPC:s ensamrätt beträffande registreringen av aktier och aktierelaterade instrument med effektivitetssynpunkter. Som en nackdel med flera institut framhölls de krav som skulle komma att göra sig gällande i fråga om clearing och kommunikation mellan sådana institut. Föredragande departementschefen gjorde dock reservation för att värdepappersmarknadsskommitténs betänkande liksom resultatet av det pågående arbetet med PmC borde avvaktas.

Värdepappersmarknadsskommitténs betänkande innehåller knappast något av intresse för bedömningen av den nu aktuella frågan. Inte heller togs denna upp till någon principdiskussion i prop. 1990/91:106 om kontobaserat penningmarknadssystem. I den propositionen uttalades dock (s. 33) att det längre fram kunde finnas skäl att överväga en enhetlig lagstiftning för VPC:s och PmC:s kontobaserade system.

När monopolfrågan diskuterades i anslutning till VPC:s tillkomst (prop. 1970:99 s. 76 f.) var det fråga om att anförtro företaget visserligen viktiga men likväl begränsade uppgifter i fråga om aktiehanteringen. Det gällde främst distribution av utdelning och av emissionsbevis samt förande av aktiebok i bolag som omfattades av den då aktuella lagstiftningen om förenklad aktiehantering.

Tillkomsten av aktiekontolagen har väsentligt förändrat läget. Genom att systemet med aktiebrev avskaffats i avstämningsbolagen och genom att de rättsverkningar som varit förbundna med aktiebrev i stället knutits till registrering på konto hos VPC har ett grundläggande ingrepp gjorts i den konventionella civilrätten. De uppgifter som numera åvilar VPC är därmed av långt större allmän betydelse för en fungerande värdepappershandel än vad som ursprungligen var fallet. Detta förhållande kan, beroende på den utgångspunkt man har, anföras både för och emot ett bibehållande av monopolet, detta har som nyss framgått motiverats utifrån både behovs- och effektivitetssynpunkter.

Under de senaste åren har den lagreglerade behovsprövningen avvecklats beträffande banker, värdepappersbolag och börsinstitutioner. I prop. 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden påpekades (s. 116) den vansklighet som ligger i en kvantitativ bedömning av

marknaden och det utrymme för godtycke som därvid är närmast ofrånkomligt.

Det synes också klart att man mot det nuvarande monopolet för VPC kan åberopa ungefärligen samma argument som dem som låg till grund för att börsmonopolet nyligen avskaffades (se bl.a. prop. 1991/92:113 s. 62 f.). En monopolställning kan utnyttjas för att ta ut högre avgifter än vad som skulle vara möjligt i en ordning med fri konkurrens. En verksamhet som drivs med stöd av monopol kan i viss utsträckning komma att sakna incitament att anpassa verksamheten till marknadens förändringar och att utveckla ny teknik och nya produkter. Till detta kommer att en ordning som förutsätter ett enda kontobaserat system medför en ökad sårbarhet vid eventuella katastrofer och liknande händelser som skulle kunna tänkas leda till datahaveri. Och det kan slutligen hävdas att, oavsett om man anser att konkurrens på detta speciella område skulle vara förenad med övervägande fördelar eller ej, principiella skäl talar för att utvecklingen inte bör styras lagtiftningsvägen.

De behovs- och effektivitetssynpunkter som har åberopats som motiv för VPC:s ensamrätt kan därför knappast numera utgöra några avgörande argument för att monopolet skall behållas. Vad som däremot skulle kunna synas tala mot en avveckling av monopolet är den stora allmänna betydelsen av ett säkert och väl fungerande samt någorlunda enhetligt system för registrering av aktier och obligationer.

Det var ett stort steg att övergå från ett dokumentbaserat system till ett papperslöst. Som påvisas i Lars Asplings förut nämnda arbete hade en sådan övergång kunnat ske på olika sätt, men ett vägval gjordes genom tillkomsten av aktiekontolagen. Sedan detta steg väl blivit taget tillhör registreringssystemet den grundläggande infrastrukturen på området, där intresset av säkerhet i omsättningen gör sig gällande med styrka. Denna synpunkt har betonats vid utredningens samråd med företrädare för Europeiska börsfederationen, som ifrågasatt huruvida kontoföring — i varje fall när det gäller aktier — verkligen är ett område som lämpar sig för fri konkurrens. Företrädare för den danska värdepappersmarknaden har till utredningen betonat betydelsen av en säker infrastruktur på detta område.

Det kan ligga nära till hands att göra en jämförelse med den verksamhet som på fastighetsområdet bedrivs av inskrivningsväsendet vid domstolarna. Ingen har hittills kommit på tanken att den del av inskrivningsverksamheten som mest liknar kontoföringen hos VPC — inskrivning av lagfarter som bevis på äganderätt till fast egendom — skulle få bedrivas av olika huvudmän i konkurrens. Däremot har det förekommit förslag om att registreringen av panträtt genom inteckningar skulle övertas av banker och andra kreditinstitut (se direktiven till 1990 års panträttsutredning). Denna tanke har numera åtminstone för överskådlig tid kommit att överges. Enligt den nyligen publicerade departementspromemorian (Ds 1993:14) Ett papperslöst inteckningssystem kan det hävdas att nämnda verksamhet är av sådan art att den bör skötas av en myndighet (s. 37).

Inskrivningsverksamheten är dock av flera skäl inte helt jämförbar med registreringen av finansiella instrument. Utredningen menar för sin del att man inte i längden kan försvara monopolet i dess nuvarande omfatt-

ning. Det finns ingenting som talar för att inte samma säkerhet som hos VPC skulle kunna uppnås hos ett annat organ som står under offentlig tillsyn och som har en för den kontoförande verksamheten erforderlig organisation och kompetens. Det är här att märka att värdepappersmarknaden sönderfaller i åtskilliga delmarknader som ställer olika krav på hanteringen av värdepapper, eftersom betydande skillnader finns mellan marknadernas funktionssätt.

En sådan delmarknad är den som representeras av penningmarknadsinstrument. På det området erhöU PmC genom den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton möjlighet att vara huvudman för ett dematerialiserat system för skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning. Redan härigenom får statsmakterna anses ha tagit principiell ställning för en ordning som innebär att olika kontobaserade system skall kunna förekomma vid sidan av varandra.

I detta sammanhang bör också en internationell utblick göras. Därvid kan till en början konstateras att värdepapperscentralerna i Danmark och Norge har ungefär samma ställning som VPC. Går vi utanför dessa länder blir bilden mer splittrad och det är svårt att dra några bestämda slutsatser. En iakttagelse är emellertid att staten, oftast centralbanken, i flera länder, t.ex. USA och England, har en dominerande ställning vad avser kontoföring av statspapper. Med hänsyn till att den svenska penningmarknaden är av väsentlig betydelse för staten skulle det inte ha varit en orimlig ordning om kontoföringen på detta område även hos oss hanterades helt i statlig regi, närmast då genom Riksbanken eller Riksgäldskontoret.

En vanlig internationell rekommendation är att det bara skall finnas en enda central värdepappersförvarare i varje land som har till uppgift att förmedla gränsöverskridande värdepappersaffärer (se t.ex. Trettio-gruppens rekommendation nr 3, Kessler-rapporten och EG:s arbetsgrupp). För att länkar skall etableras mellan centrala system fordras handelsvolym och intresse. Centrala värdepappersförvarare är i detta sammanhang föremål för hård konkurrens från de internationella depå- och clearingbankerna och internationella clearingorganisationer såsom Cedel och Euroclear.

För att det över huvud taget skall bli aktuellt att bygga en internationell länk erfordras alltså en betydande volym av gränsöverskridande handel, och en sådan länk måste vidare vad avser säkerhet, effektivitet och kostnader kunna konkurrera med de redan i dag etablerade förmedlingsvägarna. Enligt utredningens mening utgör redan med hänsyn härtill de internationella rekommendationerna knappast något avgörande skäl för ett bibehåUande av VPC:s monopol.

Till detta kommer att det inte ens från de synpunkter som ligger till grund för de internationella rekommendationerna enligt utredningens bedömning kan föreligga något hinder mot att flera inhemska system får konkurrera inom landet. Det är vidare svårt att se att rekommendationerna skulle innebära något avgörande hinder mot att skilda organ är etablerade inom olika delmarknader.

Det finns emellertid andra omständigheter som medför att den nu diskuterade monopolfrågan är av speciellt slag och inte utan vidare kan jämföras med exempelvis det numera avvecklade börsmonopolet. Sålunda måste man hålla i minnet att övergången till ett dokumentflöst system har lett till en tämligen omfattande reglering i aktiekontolagen och dess promulgationslag samt aktiekontoförordningen, där verksamheten delvis regleras på en mycket detaljerad nivå. Regleringen har främst styrts av de allmänna intressen som gjort sig gällande, men den har av naturliga skäl i stor utsträckning anpassats till verksamheten hos VPC.

Detta betyder att VPC:s monopol i fråga om den förenklade aktiehanteringen inte på samma sätt som t.ex. det tidigare börsmonopolet har införts genom något av lagstiftaren meddelat förbud för andra än VPC att ägna sig åt motsvarande verksamhet. Monopolet kommer till uttryck genom att bestämmelserna i aktiebolagslagen samt i aktiekontolagen och dess följdförfattningar om avstämningsbolag och aktiehantering i sådana bolag har byggts upp just kring VPC. Den som är antecknad på konto hos VPC betraktas rättsligt som innehavare av det finansiella instrumentet, och någon motsvarande rättsverkan kan inte åstadkommas genom registrering hos något annat institut.

VPC:s monopol kan alltså inte på samma sätt som börsmonopolet avvecklas bara genom att en bestämmelse om ensamrätt upphävs. I flera olika sammanhang har emellertid framförts tanken att aktiekontolagen skulle kunna ersättas av allmänna rambestämmelser i exempelvis aktiebolagslagen och skuldebrevslagen (se t.ex. Lars Asplings bok *Den svenska värdepappersmarknaden*, s. 184). Flera av de till utredningen knutna experterna har också mycket bestämt uttalat sig för en sådan lösning.

Enligt utredningens mening är emellertid en sådan lösning knappast genomförbar i nuvarande läge. Man kan givetvis diskutera enskildheter i fråga om regleringen i aktiekontolagen; utredningen föreslår i detta betänkande också en hel del ändringar. Med hänsyn till regeringsformens normgivningsprinciper och kravet på säkerhet i omsättningen torde en ingående reglering i författning emellertid även i fortsättningen vara nödvändig, åtminstone under överskådlig tid. Utredningen är för sin del inte beredd att ställa sig bakom ett påstående att den nuvarande lagstiftningen i några mera betydande avseenden skulle vara överflödiga.

Vad som nu har sagts har ytterst sin bakgrund i att aktiekontolagen reglerar ett system som är avsett att vara generellt tillämpligt och som inte förutsätter att rättighetsinnehavarna står i avtalsförhållande till varandra eller till VPC. Var och en som köper exempelvis en aktie som omfattas av det kontobaserade systemet har för närvarande — och bör även i fortsättningen ha — ett sakrättsligt skydd mot exempelvis dubbelöverlåtelse som grundas omedelbart på lag och som ersätter det skydd som i ett konventionellt system är förenat med besittning. Ett dokumentflöst system med andra principer för registrering och för rättsverkningar av registrering kan tillskapas genom avtal, men vinner då inte någon säkerhet i fråga om rättsverkningar utanför den krets som omfattas av avtalsförhållandet.

Själva strukturen i det nyligen antagna regelverket kan alltså enligt utredningens mening knappast för närvarande ändras på något genomgripande sätt. Möjligen finns det större förutsättningar för sådana ingrepp i en framtid, när större erfarenheter av det kontobaserade systemet har vunnits.

Självfallet gäller emellertid att lagstiftningen redan nu skulle kunna ändras på det sättet att begreppet VPC utgår och ersätts av något neutralt uttryck. Det skulle sedan stå fritt för det institut eller den intressentgrupp som önskar och som uppfyller i lagstiftningen angivna krav att få auktorisation som ansvarig för ett kontosystem för finansiella instrument.

Det kan emellertid hävdas att en sådan ordning åtminstone till en del endast skulle innebära en skenlösning, eftersom den innebär att eventuella konkurrenter tvingas tillämpa en förhållandevis detaljerad reglering som i sina enskildheter är uppbyggd av lagstiftaren med VPC för ögonen. De grundläggande frågorna måste naturligtvis regleras på samma sätt i lagstiftningen vare sig man har ett eller flera kontosystem. Det skulle emellertid i och för sig vara önskvärt att skapa utrymme för ett eventuellt nytt institut att finna andra, och kanske likvärdiga eller bättre, lösningar på vissa av de hanteringsfrågor som för närvarande är reglerade för VPC:s del. Ändringar med denna inriktning kan dock knappast ske på förhand, innan idéer till alternativ över huvud taget har presenterats.

Vad som har sagts nu hänför sig i första hand till reglerna i aktiekontolagen om registrering och om rättsverkningar av registreringsåtgärder, dvs. de regler som har kommit till uttryck i 2, 4, 6, 8 och 9 kapitlen i aktiekontolagen och som bildar själva kärnan i lagen. Dessa frågor behöver kanske inte nödvändigtvis till alla delar regleras på samma sätt för ett eventuellt nytt institut som för VPC; i lagen om penningmarknadskonton förekom sålunda en del avvikelser från aktiekontolagen i dessa hänseenden även om strukturen i grunden var densamma. Vad man enligt utredningens mening emellertid svårligen kan komma ifrån är att det även för ett nytt institut måste finnas bestämmelser i lag som reglerar dessa frågor — de kan inte i lagstiftningen lämnas öppna i ett system som vänder sig till allmänheten och inte förutsätter att kontoinnehavarna ingår avtal med vare sig övriga kontoinnehavare eller det institut som svarar för registreringen.

I vissa andra avseenden gäller däremot enligt utredningens mening att man endast med svårighet kan tänka sig särlösningar för ett nytt institut. Så är fallet när aktiekontolagens reglering huvudsakligen avser att tillgodose allmänna intressen eller hänsyn till allmänheten. Principerna för insyn och sekretess (5 kap. aktiekontolagen) måste sålunda rimligen vara desamma för varje i landet verksamt institut som ägnar sig åt kontoföring av finansiella instrument, såvida inte alldeles speciella skäl talar för en särskild lösning i ett eller annat avseende.

Detsamma gäller i princip i fråga om reglerna om rätt till ersättning på grund av fel i verksamheten i 7 kap. aktiekontolagen. Utredningen föreslår i det följande en uppmjukning av dessa regler. Men även enligt utredningens förslag skall regleringen till betydande del vara tvingande och i den delen måste den rimligen gälla för alla kontobaserade system som

inte bygger på att deltagarna står i avtalsförhållande till varandra och till det institut som svarar för kontoföringen.

På en särskild punkt anser emellertid utredningen att ett nytt institut inte skulle behöva vara bundet av de regler i lag som för närvarande gäller för VPC. Det gäller den decentraliserade organisation som har tillskapats genom konstruktionen med kontoförande institut (3 kap. aktiekontolagen). Det synes inte föreligga något hinder mot att ett nytt företag självt eller genom annat organ åtar sig de registreringsåtgärder som enligt aktiekontolagen ankommer på kontoförande institut.

Den nu företagna genomgången belyser de svårigheter som föreligger, om man utan underlag i form av några i praktiken presenterade alternativa system vill söka ersätta aktiekontolagen med allmänna rambestämmelser av ett eller annat slag. Även med beaktande av dessa svårigheter anser utredningen att översvägande skäl talar för ett ställningstagande från statsmakternas sida som innebär att monopolet i dess nuvarande form inte skall bestå. Detta skulle stå i bäst överensstämmelse med de principer som statsmakterna tidigare ställt sig bakom. Diskussionen i frågan kommer annars säkerligen att fortsätta, och för VPC blir det i längden närmast en belastning att utpekats som ett företag med legalt monopol.

Utredningens utgångspunkt är alltså att fri konkurrens bör råda på området men att samma bestämmelser — aktiekontolagens regelsystem — bör gälla för varje institut som vill bedriva en verksamhet som avser kontoföring av finansiella instrument. Eventuell framtida särlagstiftning bör inte vara principiellt utesluten men måste förutsätta underlag i form av mera preciserade önskemål från de ansvariga intressenternas sida som gör det möjligt att bedöma om de allmänna synpunkter som gör sig gällande blir tillgodosedda. De nackdelar som kan vara förenade med att olika civilrättsliga regler skulle bli tillämpliga i skilda system får naturligtvis i så fall också vägas in i bedömningen.

Utredningen vill för sin del förorda att det i aktiekontolagen tas in en särskild regel som ger regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer möjlighet att göra aktiekontolagens bestämmelser om VPC tillämpliga även på andra företag. Därmed avskaffar man legalmonopolet samtidigt som man undgår en i nuvarande läge meningslös genomgång av lagstiftningen paragraf för paragraf. Genomförs en lagändring av angivet slag kommer det att stå öppet för ett företag som har erforderliga förutsättningar att med tillämpning av aktiekontolagen starta en ny verksamhet exempelvis vad avser penningmarknadsinstrument eller OTC-aktier. Därtill kommer att aktiekontolagens regelsystem skulle kunna utnyttjas för t.ex. fondbolags registrering av värdepappersfondsandelar. Utredningen återkommer i specialmotiveringen med närmare kommentarer till en regel med angivet innehåll.

I aktiekontolagen förekommer en hel del begrepp med språkliga beteckningar som kan te sig väl speciella. Exempel erbjuder "daglig journal" och "kontoförande institut". Uttryck av detta slag kan uppfattas som anpassade för det system som VPC driver och skulle naturligtvis kunna bytas ut mot andra mera neutrala uttryck utan någon ändring i sak. Utredningen har emellertid inte funnit att någon sådan språklig översyn

skulle vara tillräckligt motiverad. I det dagliga arbetet kan ju, om man så vill, andra termer än lagens användas. Så sker för övrigt redan i dag.

Aktiekontolagen bygger på principen om dematerialisering, vilken innebär att det inte finns några dokument som är bärare av de rättigheter vilka blir föremål för kontoföring. I Lars Asplings förut nämnda arbete Den svenska värdepappersmarknaden förordas att möjligheten öppnas att bedriva kontoföring enligt principen om immobilisering, med rätt för enskilda placerare att när som helst utfå värdepapperna i fysisk form och eventuellt vända sig till annan kontoförare. Den bakomliggande tanken är att man därigenom skulle framtvinga en ökad konkurrens mellan olika clearingsystem. Som utredningen återkommer till torde en sådan verksamhet utan särskilt lagstöd kunna bedrivas med civilrättsliga rättsverkningar mellan deltagare i systemet som står i avtalsförhållande till varandra eller till det ansvariga institutet. Skulle lagstöd för en mera utvidgad möjlighet att tillämpa en ordning av detta slag begäras av någon grupp av intressenter gäller enligt utredningens mening vad som förut har sagts om förutsättningarna för en eventuell särlagstiftning.

5.6 Allmänna krav på kontosystem

Om i enlighet med utredningens förslag en möjlighet öppnas för andra företag än VPC att svara för kontobaserade system på värdepappersmarknaden finns det anledning att diskutera vilka allmänna krav som bör ställas på sådana system och på de företag som ansvarar för de. I princip gäller att kraven i detta avseende bör bli av samma art som de som i enlighet med statsmakternas beslut ställs på VPC och som närmare har utvecklats både i princippropositionen rörande kontobaserat system (prop. 1987/88:108) och i den senare lagstiftningspropositionen (prop. 1988/89:152 särskilt s. 163 f.).

Till en början gäller att ett kontosystem måste uppfylla högt ställda krav på *snabbhet*, *smidighet* och *effektivitet*. Detta krav torde komma att ställas omedelbart från marknadens sida men bör självfallet även beaktas vid tillståndsgivning och tillsyn.

I blickpunkten från statsmakternas synpunkt måste emellertid stå kravet på *säkerhet*. Härmed avses i främsta rummet säkerhet rörande de juridiska funktionerna: principerna för och verkställandet av registreringar på konton måste utformas så att rättsverkningarna inte kan ifrågasättas och att riskerna för fel i all möjlig mån elimineras.

Men säkerhetskravet inrymmer många andra aspekter såsom fysisk säkerhet i form av skalskydd och tillträdeskontroll. För dataskyddet måste betryggande behörighetskontrollsystem utformas. Höga krav måste ställas på utrustning och kvalitetssäkerhet. Katastrofplaner måste finnas utarbetade.

VPC har ett långtgående ansvar vid skador till följd av bl.a. oriktiga eller missvisande uppgifter i avstämningsregister eller fel vid uppläggning av sådana register. Samma krav kommer enligt utredningens förslag att gälla för en eventuell konkurrent. Av detta skäl följer att ett företag som

skall svara för ett kontobaserat system måste ha möjlighet att i förekommande fall kunna svara för *skadestånd*, antingen i kraft av egen finansiell styrka eller genom garantifonder eller förbindelser från ägarnas sida eller en försäkringslösning.

Vad som har sagts i det föregående har endast avseende på ett kontobaserat system som sådant och således inte på clearing- och likvidhantlingsrutiner. Dessa aspekter har utredningen behandlat i avsnitt 5.3.

Det är endast genom registrering enligt aktiekontolagen — vare sig det sker hos VPC eller hos ett eventuellt nytt institut för vilket förordnande meddelas enligt utredningens förslag — som man utan några underliggande finansiella instrument i dokumentform kan uppnå de rättsverkningar som enligt vanliga civilrättsliga principer är förenade med innehav av sådana instrument. Det är emellertid som förut har berörts fullt möjligt att t.ex. en clearingorganisation kan uppnå samma resultat med giltighet inom en begränsad krets där samtliga aktörer är bundna av avtal sinsemellan och gentemot organisationen; en registrering skulle då — på grund av det underliggande avtalet — få giltighet i förhållande till clearingorganisationen och mellan de avtalsbundna aktörerna men knappast gentemot utomstående.

En annan ofta diskuterad fråga är huruvida det är möjligt att bedriva en verksamhet som utan särskilt lagstöd bygger på principen att det ansvariga institutet förvaltar en eller flera s.k. globalobligationer — vilka är vad man brukar kalla immobiliserade och förvaras i valv — samt låter registrera andelar i detta som är föremål för handel. Utredningen är närmast av den uppfattningen att det även i detta fall förhåller sig så att rättsverkningar av registreringarna med sakrättslig giltighet kan uppkomma endast i förhållande till de aktörer som står i avtalsförhållande till institutet.

I den mån en sådan verksamhet skulle etableras torde den i praktiken undantagslöst vara avsedd att ingå i som en integrerad del i en clearing- och avvecklingsverksamhet. Enligt utredningens förslag införs ett generellt tillståndskrav för clearings- och avvecklingsverksamhet. Någon anledning att vid sidan härav införa ett krav på tillstånd för kontohållning på grundval av demobilisering synes inte finnas från praktisk synpunkt.

5.7 Statens roll i fråga om kontosystem

Aktierna i VPC ägs för närvarande av staten till 50 %, av fondhandeln till 25 % och av emittenterna — genom Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare — till 25 %. Aktiekapitalet är 12 miljoner kronor. Utöver aktiekapitalet har ägarna som särskild säkerhet för VPC:s förpliktelser ställt garantiförbindelser på 200 miljoner kronor till bolagets förfogande. Rösträtten för staten aktier utövas i praktiken vanligen av chefstjänstemän inom finansdepartementet, som också har representation i styrelsen för VPC.

I direktiven har utredningen ålagts att pröva frågan om staten även i fortsättningen, som fallet är med VPC, bör uppträda som ägare i kontobaserade system.

Frågan om statens ägarroll i VPC har diskuterats vid skilda tillfällen alltsedan VPC:s tillkomst. Fondbörsutredningen — vars betänkande (SOU 1968:59) Förenklad aktiehantering låg till grund för inrättandet av VPC — ansåg anledning saknas att rekommendera en statlig medverkan i en värdepapperscentral i form av direkt medverkan i dess verksamhet. Utredningen motiverade sin åsikt med att säkerhets- och kontrollsynpunkter kunde tillgodoses genom auktorisation och tillsyn. Vidare framhölls att det inte var aktuellt för staten att ansluta sig till en värdepapperscentral för sin obligationshantering. Fondbörsutredningen ansåg emellertid att en av staten utsedd representant för allmänheten borde ingå i värdepapperscentralens styrelse.

Flera remissinstanser ställde sig kritiska till utredningens ståndpunkt och förordade ett statligt deläggande i den blivande värdepapperscentralen. 1970 års riksdagsbeslut innebar också att staten trädde in som delägare i centralen tillsammans med fondkommissionärerna. Föredragande statsrådet framhöll som skäl för detta ställningstagande att VPC skulle komma att få en mycket stark ställning på den svenska värdepappersmarknaden och karaktären av ett monopolföretag. Vidare framhölls att staten kunde komma att bli en stor kund hos VPC. Även andra skäl åberopades, såsom det allmännas inflytande över börsverksamheten liksom statens fiskaliska intressen (prop. 1970:99 s. 76 f.).

I samband med tillkomsten av det kontobaserade systemet beslutades om en nyemission i VPC som skulle ge emittenterna möjlighet att ingå som delägare i VPC genom Industriförbundet och Stockholms Handelskammare (prop. 1987/88:108 s. 41 och 1988/89:152 s. 164 f.). I samband härmed uttalades att staten borde behålla sin hälftandel av aktiekapitalet åtminstone under uppbyggnadsskedet av VP-systemet.

När frågan nu återkommer bör beaktas att den har kommit i ett delvis nytt läge genom 1992 års riksdagsbeslut om privatisering av statligt ägda företag. Genom beslutet har regeringen erhållit bemyndigande att sälja statens aktier i 35 aktiebolag eller delar av dessa. Riksdagens beslut grundar sig på den principiella uppfattningen att staten inte bör styra utvecklingen i enskilda företag eller branscher. Statens främsta uppgift bör i stället vara att ange ramar och regelsystem för näringslivets verksamhet och att skapa betingelser för långsiktig tillväxt (prop. 1991/92:69 s. 3).

Vid valet av de företag som omfattas av riksdagens försäljningsbemyndigande har utgångspunkten varit att endast företag som bedriver kommersiell verksamhet och som arbetar på konkurrensutsatta marknader bör komma i fråga för försäljning. Verksamheter som bedrivs på marknader med bristfällig konkurrens har bedömts böra bli utsatta för konkurrens eller strukturellt förändrade innan försäljning blir aktuell. Först sedan konkurrens har etablerats anses alltså en försäljning böra prövas i dessa (a. prop s. 9).

Ser man statens aktieinnehav i VPC endast i detta perspektiv är det tvivelaktigt om tiden nu är mogen för att ta ställning till frågan om en avveckling av innehavet. Som utvecklats i föregående avsnitt har VPC ställning av monopolföretag inom sitt område. Den likartade verksamhet som bedrivs av bl.a. OM inom andra delmarknader kan knappast sägas innebära konkurrens i den mening som får antas vara åsyftad i riksdagsbeslutet. Om utredningens förslag i föregående avsnitt genomförs, öppnas visserligen formellt en möjlighet till konkurrens med VPC på de områden där företaget hittills har etablerat sig. Det är dock för närvarande svårt att överblicka om någon verklig konkurrens kommer att framträda.

Den gränsöverskridande handeln och den ökade konkurrensen mellan marknadsplatser kan visserligen på sikt medföra en viss konkurrens även vad gäller registrering och förvaring av finansiella instrument. Det helt dominerande är emellertid att instrumenten finns registrerade eller förvarade i emittentens hemland. Beträffande ägandefrågan utgör en vanlig internationell rekommendation (se avsnitt 3) att en central värdepappersförvarare inte skall vara beroende av någon individuell institution eller del av värdepappersmarknaden. För det fall förvararen inte är en statlig institution rekommenderas att institutionerna på värdepappersmarknaden äger lika delar av förvararen. Som framgått av avsnittet om USA har i amerikansk lagstiftning betonats vikten av att de som använder system för förvaring, registrering och clearing av finansiella instrument också har inflytande över systemens skötsel.

De krav som ställts upp i 1992 års riksdagsbeslut för att frågan om försäljning av statens aktier skall tas upp till prövning kan alltså knappast i dag sägas vara uppfyllda för VPC:s del. Frågan om staten bör behålla sitt aktieinnehav i VPC har emellertid varit aktuell redan före detta riksdagsbeslut, och det kan aldrig sägas ha varit en självklarhet att staten skall medverka i VPC med ägaransvar. Utredningen anser sig därför böra ta upp frågan till diskussion även ur vissa andra aspekter än sådana som särskilt beaktades i det nämnda riksdagsbeslutet.

När det gäller säkerhets- och kontrollsynpunkter anser utredningen — liksom på sin tid Fondbörsutredningen — det alldeles klart att dessa bör tillgodoses genom tillsyn och inte genom statligt ägande. En del andra synpunkter som anfördes i anslutning till VPC:s tillkomst, såsom statens fiskaliska intresse, kan knappast i dag åberopas till förmån för ett fortsatt statligt ägande.

För VPC som för andra företag torde möjligheten att agera enligt normala företagsekonomiska principer öka utan statligt ägande. Bland annat gäller att aktierna i företaget då kan få ett reellt marknadsvärde.

Som utredningen förut har framhållit får en institution för kontoföring av främst aktier och aktierelaterade instrument numera anses tillhöra infrastrukturen på värdepappersmarknaden. Detta gäller emellertid även i fråga om andra institutioner såsom bankväsendet och utgör i sig inte något avgörande skäl för statens engagemang. Inte heller synes man kunna åberopa det förhållandet att en omfattande lagstiftning har byggts upp kring VPC:s verksamhet som ett principiellt hållbart skäl för statens nuvarande ägarinflytande. Så t.ex. hade staten inte något motsvarande

ägarinflytande över PmC, vars tilltänkta verksamhet också vilade på en särskild lagstiftning. Staten var visserligen genom Riksbanken och Riksgäldskontoret medlem i PmC och hade i denna egenskap en aktiepost, men staten hade inte större ägarinflytande än andra medlemmar.

På motsvarande sätt skulle ett ägarengagemang från statens sida kunna motiveras utifrån VPC:s hantering av statsskuldsinstrument. Som eventuell kund hos VPC kan naturligtvis staten i och för sig öva inflytande på verksamheten utan deläggande. Eftersom emellertid ägandet av VPC är organiserat på det sättet att andra emittenter har ett — låt vara indirekt — ägarinflytande borde ju, kunde man tycka, detsamma gälla för staten. Detta skulle inte behöva innebära något prejudikat i förhållande till andra institut, som kan vara organiserade enligt andra principer.

Ser man saken i detta perspektiv bör beaktas att insatser från VPC:s sida inom penningmarknaden när det gäller själva kontoföringen arbetsmässigt torde få förhållandevis liten betydelse i förhållande till vad som gäller för aktier och aktierelaterade instrument. Avgifterna från emittenterna torde sålunda, även om en utbyggnad sker som planerat, komma att motsvara endast cirka 5 % av aktieemittenternas avgifter, detta med hänsyn till den mer varierande hantering som gäller för aktier och till att väsentligt fler antal transaktioner förekommer med anledning av olika typer av emissionsåtgärder på aktiesidan än när det gäller penningmarknaden. Men en verksamhet från VPC:s sida på penningmarknaden kommer att gälla utomordentligt stora värden, och för staten som emittent har naturligtvis kontoföringen av statsskuldsinstrument en betydelse som inte kan mätas genom avgifterna till VPC.

I själva verket har det i olika sammanhang hävdats att staten — både som emittent, som garant av betalningssystemet och för genomförandet av Riksbankens penningpolitiskt motiverade transaktioner — har ett intresse av ett fungerande kontosystem för statsskuldinstrument som är så betydande att ett deläggande i ett institut som hanterar sådana instrument är antingen för litet eller också för mycket.

Enligt denna tankegång kan statens nuvarande engagemang sägas vara för svagt, eftersom staten både genom sitt ansvar för betalningssystemet och sin verksamhet på penningmarknaden borde ta totalansvaret för ett kontosystem på denna marknad. Samtidigt kan engagemanget sägas vara för starkt, eftersom staten i praktiken genom ett deläggande av marknaden uppfattas som obegränsat ansvarig för riskerna i systemet. Detta innebär naturligtvis i sig en konkurrensfördel för VPC. Därtill gäller att ett engagemang från VPC:s sida i penningmarknadsinstrument kan tänkas öka riskerna och därmed ställa krav på större garantibelopp. Som utredningen tidigare har varit inne på (avsnitt 5.4) kan det hävdas att det ligger närmare till hands att denna kostnad bärs helt och hållet av näringslivet än att den delas med staten. Synpunkter av detta slag utvecklas också i Lars Asplings förut nämnda arbete *Den svenska värdepappersmarknaden*.

För närvarande torde emellertid förutsättningar saknas för att staten i egen regi skulle överta ansvaret för kontohållning på penningmarknaden. Vidare bör beaktas att statens intresse av betalningssystemet givetvis

alltid — vare sig staten är aktieägare eller ej — medför att staten får ett ansvar för ett fungerande kontobaserat system på detta område.

Sammanfattningsvis är det utredningens uppfattning att det ligger närmast till hands att staten åtminstone på någon sikt avyttrar sitt aktieinnehav i VPC, även om de förutsättningar som anges i det förut nämnda riksdagsbeslutet från år 1992 inte är uppfyllda. Om VPC skall hantera penningmarknadsinstrument i den utsträckning som planeras, kan man utifrån företagets nuvarande struktur motivera att en sådan del av aktierna som svarar mot statens intresse som emittent behålls, men detta synes inte nödvändigt. Om staten väljer att behålla ett ägarinflytande anser utredningen det naturligast att staten låter sig företrädas av Riksgäldskontoret. Sedan Riksbanken blivit kontoförande institut hos VPC skulle det kunna hävdas att även Riksbanken bör företräda statens aktier eller i varje fall vara representerad i VPC:s styrelse. Enligt vad utredningen har inhämtat anser emellertid Riksbanken det åtminstone för närvarande inte påkallat med en sådan representation.

Utredningen ser inte heller något hinder mot att regeringen redan i nuvarande läge begär ett bemyndigande av riksdagen för en försäljning av statens aktier. Som framgår av det förut anförda föreligger emellertid alltför många osäkra faktorer för att frågan om lämplig tidpunkt för ett genomförande av en försäljning skall kunna bedömas.

Det bör i detta sammanhang anmärkas att VPC:s bolagsordning innehåller en hembudsklausul. Om vid en försäljning av statens aktier dessa övertas av övriga nuvarande ägare, kommer i princip samma intressegrupper att vara ägare av VPC och av Stockholms Fondbörs AB.

Att VPC även utan statligt ägande har ett ansvar för att fullgöra de funktioner som lagen pålägger företaget är självfallet. Huruvida bolaget med en sådan ägarförändring bör betrakta sig som vinstdrivande eller ej bör bli en fråga för ägarkollektivet.

Slutligen bör nämnas att även SwedeSettle har staten som ägare. Eftersom det statliga ägandet i detta fall har kanaliserats till ett affärsdrivande verk — Postverket genom postgiroväsendet — som dessutom inom kort torde bli ombildat till aktiebolag gör sig inte samma aspekter gällande som i fråga om VPC. Utredningen anser sig sakna anledning att anlägga några synpunkter på denna ägarfråga.

6 Det svenska kontosystemet — aktiekontolagen

6.1 Aktiekontolagen

6.1.1 Inledning

Hösten 1989 beslöt riksdagen (prop. 1988/89:152, bet. 1989/90:LU5, rskr. 22) genom lagstiftning att ett kontobaserat system, huvudsakligen för aktier, skulle införas. Bestämmelserna om det kontobaserade systemet finns i aktiekontolagen (1989:827), lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen och lagen (1989:829) om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag. Lagstiftningen innebar att ordningen med aktiebrev avskaffades i alla s.k. avstämningsbolag, dvs. aktiebolag för vilka VPC enligt 3 kap. 8 § ABL (samt enligt motsvarande bestämmelser i bankaktiebolagslagen och försäkringsrörelselagen för bankaktiebolag resp. försäkringsbolag) skall föra aktiebok och fullgöra andra, närmare angivna uppgifter. De rättsverkningar som dithills varit förbundna med aktiebrev knöts i stället till registrering på konto hos VPC. Regeringen erhöll i en om införande av aktiekontolagen rätt att förordna när aktiekontolagen skulle träda i kraft och även rätt att bestämma att aktiekontolagen skulle träda i kraft vid skilda tidpunkter för olika emittenter och rättigheter. Övergången till ett kontobaserat system skedde också successivt.

Av senare vidtagna ändringar bör nämnas att riksdagen hösten 1989 beslöt att VPC i besked om innehåll på ett aktiekonto på begäran skulle ange vilka rättsverkningar som enligt aktiekontolagen är knutna till uppgifterna på kontot (5 kap. 1 §). Vid samma tillfälle erhöll VPC rätt att enligt reglerna i 9 kap. registrera s.k. inköpsrätter, dvs. rätt gentemot ett aktiebolag att av detta bolag förvärva aktier i ett annat aktiebolag (SFS 1990:971, prop. 1989:169, 1990/91:LU5, rskr. 6). Våren 1991 infördes en rätt för kontoförande institut att sätta annan i sitt ställe (3 kap. 1 §) och vidare gjordes ändringar i 4 kap. 11 §, 6 kap. 2 § och 9 kap. 7 § (SFS 1991:205, prop. 1990/91:106, 1990/91:LU33, rskr. 241). Den 1 juli 1993 ändrades 3 kap. 1 och 3 §§ på så sätt att Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret blev kontoförande institut inom sina resp. verksamhetsområden. (SFS 1993:543, prop. 1992/93:206, bet. 1992/93:NU31, rskr. 1992/93:383)

Utredningen har i avsnitt 5 behandlat vissa ändringar av principiell natur som bör göras i aktiekontolagen för att möjlighet skall öppnas till

konkurrens mellan VPC och andra företag när det gäller registrering av finansiella instrument. I det följande behandlas en rad andra behov av ändringar i lagstiftningen som har aktualiserats i olika sammanhang, bl.a. vid en genom Justitiedepartementets försorg den 9 januari 1992 anordnad hearing (se bilaga 3). Först skall emellertid en översiktlig redogörelse för lagens innehåll presenteras.

6.1.2 Aktiekontolagen, en översiktlig genomgång

1 kap. Inledande bestämmelser

De grundläggande reglerna ges i 1 kap. För avstämningsbolag enligt aktiebolagslagen, försäkringsrörelselagen och bankaktiebolagslagen skall finnas avstämningsregister. Dessa register skall föras av VPC med hjälp av automatisk databehandling. Förutom av VPC får registreringsåtgärder i fall som anges i 4 kap. vidtas av kontoförande institut på VPC:s vägnar (1 §).

Bestämmelserna i aktiekontolagen om aktier skall enligt 2 § tillämpas också på vissa rättigheter i avstämningsbolag, nämligen företrädesrätt att delta i ny- eller fondemission, rätt på grund av teckning av aktier vid nyemission (s.k. teckningsbevis) och rätt på grund av aktieteckning som har skett enligt villkoren vid emission av skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. 1 och 2 §§ anger det obligatoriska området samt hänvisar beträffande andra instrument såsom ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning till bestämmelserna i 9 kap. Registrering enligt aktiekontolagen ersätter som nämnts den handling som tidigare var bärare av rättigheterna. För rättigheter som har registrerats enligt aktiekontolagen får enligt 3 § inte utfärdas något dokument. Denna regel gäller även ensidiga skuldförbindelser.

Finansinspektionen skall övervaka att aktiekontolagen följs och har även tillsyn över VPC (4 § lagen om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag) och de kontoförande instituten med undantag för Riksbanken och Riksgäldskontoret (3 kap. 3 §).

2 kap. Avstämningsregister

Varje avstämningsbolag skall ha ett avstämningsregister som består av en daglig journal och de aktiekonton som avses i 2 § och 8 kap. 2 §. Vidare skall varje aktieägare för sina aktier i ett avstämningsbolag ha ett eller flera aktiekonton om inte aktierna är förvaltarregistrerade enligt reglerna i 8 kap. I 3 § anges vilka uppgifter som skall registreras på ett aktiekonto. Förutom uppgifter om aktieägare, aktieinnehavets storlek och slag av aktier skall inskränkningar i rätten att förfoga över aktierna, t.ex. pantsättning, konkurs, utmätning, kvarstad eller betalningssäkring samt om aktieägaren har förvaltare eller om förbehåll enligt 15 kap. 8 § föräldrabalken förekommer, antecknas på ett aktiekonto.

3 kap. Kontoförande institut

Tillstånd att vara kontoförande institut meddelas av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer. Finansinspektionen har erhållit rätt att meddela sådant tillstånd. Enligt 1 § andra stycket skall av de kontoförande instituten minst ett vara helägt dotterbolag till VPC. Skälet härtill är att en placerare ansetts alltid böra ha tillgång till ett neutralt kontoförande institut som är fristående från värdepappersbolag, banker och enskilda emittenter (prop. 1988/89:152 s. 102). VPC har i enlighet härmed bildat ett kontoförande institut, VKI. Det bör observeras att VKI inte fritt kan välja sina kunder utan har en viss kontraheringsplikt enligt 2 §.

Ett tredje stycke i 1 § tillkom våren 1991 vari kontoförande institut som förut berörts erhöll s.k. delegationsrätt, dvs. rätt att sätta annan i sitt ställe. Ursprunget till delegationsrätten var en framställning från sparbanks- och föreningsbanksrörelserna om sådan rätt. Av propositionen framgår emellertid att även andra institut än banker kan få rätt att delegera (prop. 1990/91:106 s. 45).

Genom lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1993 blev Riksbanken och Riksgäldskontoret kontoförande institut inom sina resp. verksamhetsområden. Riksbanken och Riksgäldskontoret står i sin egenskap av kontoförande institut enligt uttryckligt förordande inte under tillsyn av Finansinspektionen (3 kap. 1 och 3 §§).

Vilka krav ställs på kontoförande institut? Utöver att de — med nyss nämnda undantag — skall stå under finansinspektionens tillsyn innehåller aktiekontolagen inte några bestämmelser om de kontoförande institutens resurser och organisation. I propositionen om kontobaserat aktiesystem (prop. 1988/89:152 s. 102) anfördes följande beträffande de kontoförande institutens egenskaper.

" Höga krav på ekonomiska, tekniska och juridiska resurser bör ställas på den som skall få tillstånd att vara kontoförande institut. Ett sådant institut kan ådra sig betydande skadeståndsansvar (se 7 kap.). Vidare måste institutet ha en teknisk utrustning som kan samordnas med värdepapperscentralens datorsystem. Verksamheten hos ett kontoförande institut kräver också tillgång till juridisk och teknisk sakkunskap för bedömningen av frågor som den nya lagstiftningen aktualiserar. Med hänsyn till det anförda torde i huvudsak endast fondkommissionsbolag och banker komma i fråga som kontoförande institut."

Det anges i detta sammanhang också i propositionen att ett tillstånd att vara kontoförande institut kan begränsas dels till att avse aktier eller penningutfästelser som utfärdats av en viss emittent eller vissa emittenter, dels till att avse egna placeringar.

Beslut om tillstånd eller återkallelse av tillstånd att vara kontoförande institut får överklagas till kammarrätten. Beslut i frågor som rör tillsynen överklagas till regeringen (3 och 4 §§).

4 kap. Registreringsåtgärder

Av kapitlet framgår att konföran­de institut skall vidta registreringsåtgärder beträffande sådana aktiekonton som institutet har öppnat samt att annat konföran­de institut får vidta registreringsåtgärd beträffande kontot om åtgärden är till fördel för aktieägaren eller denne lämnat fullmakt till institutet. Vidare åläggs VPC att vidta registreringsåtgärder med anledning av anmälningar från statliga myndigheter. Därvid avses anteckningar på aktiekonto om konkurs, kvarstad, utmätning eller betalningssäkring. Registreringsåtgärd skall enligt lagtexten vidtas genast genom anteckning i den dagliga journalen och, sedan samtliga villkor för registrering har uppfyllts, genom anteckning på ett aktiekonto.

I kapitlet regleras också bl.a. förfarandet vid ofullständiga anmälningar och hur rättelse kan ske av felaktig anteckning.

5 kap. Insyn och sekretess

Rättighetsinnehavare på ett aktiekonto skall enligt 1 § första stycket underrättas av VPC när en registreringsåtgärd har vidtagits på ett aktiekonto i den mån de berörs av åtgärden. I första hand är det således aktieinnehavare och rättighetsinnehavare enligt 1 kap. 2 § och 9 kap. 1 § som skall få underrättelse men även auktoriserad förvaltare eller tillståndshavare för vilken konto har öppnats enligt bestämmelserna i 8 kap. skall få underrättelse. Panthavare och den som har en rättighet på grund av sådan inskränkning i rätten att fritt föfoga över aktien som avses i 2 kap. 3 § 12 skall också erhålla underrättelse.

Vidare gäller att var och en som är registrerad på ett aktiekonto har rätt att på begäran få besked från VPC om kontots innehåll i den mån innehållet berör hans rätt. På begäran skall i sådant besked VPC även ange vilka rättsverkningar som enligt aktiekontolagen är knutna till uppgifterna på kontot. VPC åläggs vidare att varje år före den 31 januari lämna innehavaren av ett aktiekonto besked om kontots innehåll per den 31 december föregående år. Detta besked skall, om inte innehavaren medger annat, ange de förändringar på kontot som har ägt rum under det sistnämnda året. Alla underrättelser och besked enligt 1 § skall VPC lämna utan kostnad för kontohavaren.

Ett konföran­de institut har rätt till insyn endast i de konton beträffande vilka institutet är behörigt att vidta registreringsåtgärder enligt 4 kap. 1 §. Rätten till insyn begränsas ytterligare av att insynen skall behövas för att institutet skall kunna fullgöra ett uppdrag inom ramen för sin behörighet.

6 kap. Rättsverkan av registrering

I 1 § slås fast att den som är antecknad på ett aktiekonto som ägare till en aktie är, med de begränsningar som framgår av kontot, behörig att föfoga över aktien. Denna legitimationsregel avser förhållandet till annan än avstämningsbolaget. Vem som är behörig att utöva en aktieäga­res rätt i avstämningsbolaget bestäms av reglerna i ABL (se 3 kap. 8 och 14 §§

ABL). Den som anser att anteckning på aktiekonto är felaktig kan utan hinder av 1 § föra talan mot den som är antecknad på aktiekontot. Möjligheterna till framgång med en sådan talan begränsas emellertid av bestämmelserna i 3 och 4 §§ om skydd för godtroende förvärvare.

Skyddet mot överlåtarens borgenärer regleras i 2 § som efter lagutskottets justering 1991 (SFS 1991:205, 1990/91:LU33 s. 7) har följande lydelse.

Om en aktie har överlåtits och anmälan om förvärvet har registrerats, får aktien därefter inte tas i anspråk av överlåtarens borgenärer för andra rättigheter än sådana som var registrerade när överlåtelsen registrerades.

Skyddet mot borgenärerna gäller enligt förarbetena endast om förvärvet ägt rum genom överlåtelse, dvs. köp, byte eller gåva, däremot inte om förvärvet ägt rum genom bodelning, arv, testamente eller bolagsskifte. I de senare fallen bestäms skyddet mot den tidigare innehavarens borgenärer i stället av de familjerättsliga eller bolagsrättsliga regler som gäller för ifrågavarande förvärvstyp (prop. 1988/89:152 s. 111).

Dubbelöverlåtelse regleras i 3 § och enligt huvudregeln har den förvärvare som först registrerats i avstämningsregistret företräde. Om två konkurrerande förvärv registreras samma dag blir tidpunkten på dagen för registrering avgörande. 4 § behandlar godtroshäns förvärv i andra fall än då det är fråga om dubbelöverlåtelse.

Rättsverkan av registrering enligt 2-4 §§ inträder enligt 5 § då förvärvet registrerats genom anteckning i den dagliga journalen under förutsättning att förvärvet därefter registreras genom anteckning på aktiekontot.

Enligt 6 § skall bestämmelserna i 1-5 §§ även tillämpas på pantsättning. Det innebär att panthavaren med stöd av 1 § sedan panträtten registrerats i hans namn på aktiekonto blir behörig förfoga över denna rätt. Pantsättningen får t.ex. inte avföras från avstämningsregistret utan panthavarens samtycke. Genom hänvisningen till 2 och 5 §§ får en panthavare skydd mot pantsättarens borgenärer i och med att pantsättningen antecknas i den dagliga journalen, under förutsättning att anteckningen därefter även sker på aktiekontot, och genom hänvisningen till 3 § får han motsvarande skydd gentemot en senare pantsättning eller överlåtelse. Behörig att göra anmälan för registrering av panträttsupplåtelse är den registrerade aktieägaren men även panthavare är behörig att göra anmälan om han kan härleda sin rätt från den som enligt 1 § i detta kapitel är behörig att förfoga över aktien.

Huruvida den som i god tro blir registrerad som ägare av en aktie blir skyddad mot risken att själva aktierätten inte existerar torde vara ovisst (jfr Rodhe, Studier i bolags- och krediträtt, s. 206 ff). Professor Rodhe har i brev till utredningen påpekat att motsvarande problem kan uppkomma för det fall någon från en panthavare förvärvar dennes fordran med tillhörande panträtt i aktier och den senare ej hade någon giltig panträtt vid överlåtelsen. Denna oklarhet sammanhänger med att det i 3 kap. 6 § aktiebolagslagen saknas hänvisning till 17 och 18 §§ skuldebrevslagen och torde föreligga även i ett dokumentbaserat system.

7 kap. Rätt till ersättning

Genom det kontobaserade systemet förändrades den enskilde värdepappersinnehavarens faktiska situation. Innehavaren blev direkt beroende av att hanteringen hos VPC fungerade effektivt och säkert. För att skydda rättighetsinnehavarna infördes de tidigare behandlade reglerna i 5 kap. om att varje rättighetsinnehavare som berörs av en registrering skall underrättas om denna samt bestämmelserna om omprövning och rättelse av beslut som kontoförande institut har fattat. Dessa regler ansågs emellertid inte undanröja alla risker för ekonomiska förluster när systemet inte fungerade på rätt sätt. Enligt föredragande departementschefens mening utgjorde det en avgörande förutsättning för att ett kontobaserat system skulle kunna godtas att den enskilde fick fullgoda garantier för att hållas skadelös vid förluster som uppkommer till följd av systemet, och detta även i sådana fall där skadan inte kan föras tillbaka på oaktsamhet av någon funktionär (prop. 1988/89:152 s. 80).

Ersättningsreglerna i 7 kap. omfattar följande situationer. Om ett förvärv kommer att gälla mot den tidigare ägaren till följd av reglerna om godtrosförvärv har denne rätt till ersättning av VPC för sin skada till följd av förvärvet (1 §). Vidare har VPC s.k. kontrollansvar för felaktigheter i avstämningsregister eller fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register. I sistnämnda fall är VPC skadeståndskyldig gentemot en skadelidande om det inte visas att felaktigheterna beror på en omständighet utanför VPC:s och de kontoförande institutens kontroll (2 §). Ersättningen till skadelidande kan sättas ned eller helt falla bort om vållande på den skadelidandes sida har medverkat till skadan (4 §). VPC har rätt att kräva tillbaka betald ersättning av ett kontoförande institut eller annat företag som genom vållande medverkat till skada (5 §).

8 kap. Förvaltarregistrering

Enligt 3 kap. 10 § andra stycket ABL kan i avstämningsregister en auktoriserad förvaltare införas i aktieboken i stället för ägaren till de aktier som omfattas av ett lämnat förvaltningsuppdrag. Är aktier i ett visst avstämningsbolag föremål för handel vid utländsk fondbörs kan, enligt nyss nämnda paragraf i ABL, efter särskilt tillstånd i bolagets aktiebok i stället för aktieägare som är bosatt utomlands införas den som fått hans uppdrag att i utlandet förvalta hans aktier. Finansinspektionen skall pröva frågor om auktorisation och tillstånd. Inspektionen får förena en auktorisation eller ett tillstånd med särskilda villkor för att tillgodose allmänna och enskilda intressen.

Vilka uppgifter som skall finnas på ett aktiekonto för förvaltarregistrerade aktier regleras i 3 §. Bokföringsåtgärder med förvaltarregistrerade aktier skall till övervägande del utföras hos förvaltaren och 3 § saknar därför motsvarighet till bestämmelserna i 2 kap. 3 § första stycket punkterna 9-13 om vad som skall antecknas på aktiekonto. Äganderätten till och pantsättning eller utmätning av förvaltarregistrerade aktier kommer således endast att framgå av förvaltarens bokföring. I 5 § sista stycket slås fast att underrättas den auktoriserade förvaltaren eller tillstånd-

havaren om att en förvaltarregistrerad aktie har överlåtits eller pantsatts, inträder samma rättsverkningar som om överlåtelsen eller pantsättningen hade registrerats i avstämningsregister. För att en pantsatt eller utmätt aktie skall kunna bli förvaltarregistrerad krävs enligt 6 § samtycke av panthavaren resp. kronofogdemyndighet.

En auktoriserad förvaltare är skyldig lämna VPC uppgifter om de aktieägare vars aktier han förvaltar (8 §). Tidigare, enligt lagen om förenklad aktiehantering, var en auktoriserad förvaltare skyldig att lämna uppgift till VPC endast om de aktieägare som hade mer än 500 aktier i samma aktiebolag registrerade i förvaltarens namn. För att tillgodose behovet av offentlig insyn i ägarförhållandena när det gäller förvaltarregistrerade aktier skall hos VPC finnas en sammanställning över aktieägare med mer än 500 aktier som förvaltas av auktoriserad förvaltare. Sammanställningen får inte vara äldre än sex månader (9 §).

Bestämmelserna i 8 och 9 §§ är inte tillämpliga i fråga om aktier som förvaltas av den som har tillstånd.

9 kap. Skuldförbindelser m.m.

I 9 kap. regleras vilka andra instrument, utöver aktier och vissa andra rättigheter i avstämningsbolag, som kan registreras i ett avstämningsregister. Som tidigare nämnts är reglerna i 1 kap. om registrering i ett avstämningsregister av aktier och de i 1 kap. 2 § nämnda rättigheterna tvingande för avstämningsbolag. Reglerna i 9 kap. är däremot inte tvingande utan de instrument som anges i 1 § skall registreras på begäran av en emittent.

Bestämmelserna i 9 kap. tar i första hand sikte på ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning. Vad som sägs om skuldförbindelser skall i tillämpliga delar även gälla dels företrädesrätt att delta i emission, konverteringsrätt och optionsrätt till nyteckning enligt 5 kap. ABL, dels aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (s.k. depåbevis) och rätt gentemot ett aktiebolag att av detta bolag förvärva aktie i ett annat aktiebolag (inköpsrätt).

Enligt propositionen förutsätts att skuldförbindelser som skall registreras har ett sådant innehåll att VPC har tekniska förutsättningar att hantera dem i det kontobaserade systemet (prop. 1988/89:152 s. 124). Redan emitterade dokumentbaserade skuldförbindelser kan på begäran av emittent föras över till kontobaserad hantering (se 7 och 8 §§ promulgationslagen). Några bestämmelser om övergång från kontobaserat till dokumentbaserad hantering av skuldförbindelser innehåller inte aktiekontolagen. Detta gäller även aktier.

I huvudsak gäller samma bestämmelser för hantering av skuldförbindelser som för aktier i avstämningsregister (2 §). Detta medför bl.a. att även skuldförbindelser kan bli föremål för förvaltarregistrering. Enligt uttalande i propositionen gäller dock inte reglerna om förvaltning genom någon som har särskilt tillstånd enligt 8 kap. 1 § i fråga om skuldförbindelser (prop. 1988/89:152 s. 125).

Andra särskilda regler för skuldförbindelser framgår av 3-10 §§. Bestämmelserna i 15-18 §§ i lagen (1936:81) om skuldbrev om vilka invändningar som kan göras mot en förvärvare är tillämpliga på skuldförbindelser som registrerats på konto enligt reglerna i aktiekontolagen. Med besittning av eller anteckning på skuldebrev jämställs därvid motsvarande registrering på konto i avstämningsregister (8 §).

Enligt 9 § har en emittent rätt att få uppgifter från VPC om borgenärernas identitet samt omfattningen av utelöpande skuldförbindelser i ett visst lån. Utöver dessa uppgifter har emittenten inte rätt till insyn i de förhållanden, t.ex. pantsättning, som registrerats på konton i avstämningsregistret. På begäran av VPC skall en auktoriserad förvaltare lämna uppgifter till VPC om de borgenärer vars skuldförbindelser han förvaltar. Emittenten av skuldförbindelser kan fordra att VPC kräver in dessa uppgifter från förvaltarna och även att hos VPC få tillgång till de uppgifter som har lämnats beträffande emittentens borgenärer (10 §, jfr 8 kap. 8 och 10 §§).

10 kap. Aktiekontonämnden

Kapitlet reglerar aktiekontonämndens verksamhet. Denna nämnd tillkom för att den enskilde rättsägaren skulle få möjlighet att på ett smidigt sätt lösa tvister med anledning av ett beslut som VPC eller ett kontoförande institut har fattat med stöd av aktiekontolagen. Aktiekontonämnden administreras och finansieras av VPC och har alltså inte ställningen av myndighet, låt vara att enligt ett av regeringen fastställt reglemente för nämnden ordföranden samt vice ordföranden och ersättare för denne utses av regeringen. Nämndens uppgift är att avge rekommendationer till parterna hur eventuella tvister bör lösas.

6.2 Överväganden angående aktiekontolagen

6.2.1 Vilka finansiella instrument skall kunna registreras?

Som framgått av avsnitt 6.1 anger aktiekontolagen uttryckligen vilka finansiella instrument VPC får registrera med sådana rättsverkningar som följer av lagen.

Vilka överväganden låg då bakom denna begränsning av aktiekontolagen eller med andra ord det som brukar kallas VP-systemet för registrering av finansiella instrument? I princippropositionen anförde föredragande statsrådet följande i denna del (prop. 1987/88:108 s. 22 och 23).

"Det är enligt *min mening* angeläget att man vid införandet av VP-systemet i så stor utsträckning som möjligt kan förutse följderna av en hantering av rättigheter utan underliggande dokument. Av denna anledning finner jag att de fordringar och rättigheter som till en början skall kunna ingå i VP-systemet enbart skall vara sådana vars civilrättsliga status är lagreglerad. Mot denna bakgrund föreslår jag att det kontobaserade systemet skall omfatta i första hand aktiehante-

ringen i avstämningsbolag. I övrigt får i systemet hanteras de olika skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning som förekommer i dagens VPC-system."

Det bör dock anmärkas att föredragande statsrådet i nämnda proposition framhöll att det var viktigt att systemet gjordes så flexibelt att det kunde anpassas till nya instrument, handelstekniker och handelsmönster samt att systemet var så utformat att det, förutom att det tillgodosåg nationella krav, inte hindrade en internationalisering av verksamheten. Han ansåg vidare att en utbyggnad av VP-systemet borde avvakta de utredningar som pågick om värdepappersmarknaden, bl.a. Värdepappersmarknads-kommitténs arbete och PmC-projektet (se prop. 1987/88:108 s. 23).

Även i propositionen om kontobaserat aktiesystem (prop. 1988/89:152 s. 76) diskuterades frågan vilka instrument VP-systemet skulle omfatta. Chefen för justitiedepartementet anförde bl.a. följande i frågan.

"De civilrättsliga verkningar som enligt gällande rätt är knutna till innehavet av ett löpande skuldebrev kommer i det nya systemet i stället att knytas till registrering i avstämningsregistret. Det är därför enligt min mening lämpligt att det kontobaserade systemet i första hand får omfatta sådana rättigheter som i dag representeras av värdepapper med de civilrättsliga egenskaper som utmärker ett löpande skuldebrev. Hit hör bl.a. aktier och vissa i aktiebolagslagen reglerade rättigheter som kan sägas vara i förstadiet till att utgöra fullt utbildade aktierätter. Hit hör vidare ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning samt vissa i aktiebolagslagen reglerade rättigheter som har anknytning till konvertibla skuldebrev eller till skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning."

Departementschefen ansåg i princip att det saknades utredningsunderlag för att låta VP-systemet redan från början omfatta andra rättigheter än de nu nämnda. Ett undantag gjordes dock, nämligen för s.k. depåbevis. Enligt departementschefen fanns det grundad anledning att anta att depåbevisen i huvudsak hade samma värdepappersrättsliga egenskaper som aktiebrev. Med hänsyn härtill och till att dessa redan hanterades av VPC ansåg hon att det kontobaserade systemet även skulle omfatta depåbevisen. Även här förutskickades att aktiekontolagen längre fram kunde komma att utvidgas till att omfatta även andra rättigheter (se prop. 1988/89:152 s. 77). Det är också värt att notera att bestämmelserna i aktiekontolagen om registrering av skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning inte begränsades till sådana obligationer som omfattades av det tidigare VPC-systemet utan fick en generell utformning.

I anslutning till hearingen om aktiekontolagen har önskemål framförts om att möjligheterna till registrering enligt aktiekontolagen skall utvidgas till att omfatta även andra rättigheter (se bilaga 3).

Att varje lands kontosystem eller med den internationella terminologin centrala värdepappersförvarare kan registrera de finansiella instrument som är föremål för handel på landets värdepappersmarknad utgör enligt internationella rekommendationer en viktig förutsättning för en säker och effektiv clearing och avveckling. När det gäller inhemska finansiella instrument innebär rekommendationerna att sådana instrument i möjligas-

te mån bör dematerialiseras i ett kontosystem men även instrument i dokumentform bör immobiliseras i ett kontosystem. Också finansiella instrument som är föremål för handel i andra länder än det där de har emitterats bör enligt rekommendationerna immobiliseras i kontosystem i sådana länder där handel med dessa instrument äger rum, dvs. en immobilisering bör ske av vad som kan kallas "utländska finansiella instrument". Detta kan exempelvis ske genom direkt registrering av instrument men även genom en koppling mellan två länders kontosystem, varvid huvudregistret för det finansiella instrumentet finns i utgivningslandet (se bl.a. Kessler-rapporten, avsnitt 3.4 och avsnittet om nordisk samarbete, 3.2.3).

Enligt utredningens mening talar den pågående internationaliseringen och de internationella rekommendationerna liksom utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden, för en utvidgning av möjligheterna att registrera finansiella instrument enligt aktiekontolagen. En sådan utvidgning har som berörts ovan också förutskickats i de förarbeten som föregick aktiekontolagen.

Erfarenheterna från den tid det kontobaserade systemet varit i bruk pekar på behovet av en utvidgning som inte begränsas till vissa särskilt uppräknade slag av instrument utan får en mer generell utformning. För en säker och effektiv clearing och avveckling är det därvid till en början befogat att möjlighet skapas att så långt möjligt dematerialisera alla svenska finansiella instrument som är föremål för handel på värdepappersmarknaden. Därtill bör, för att avvecklingen av gränsöverskridande affärer skall förenklas och underlättas, möjlighet ges att enligt aktiekontolagen registrera — och därmed dematerialisera eller immobilisera — utländska finansiella instrument som är föremål för handel i Sverige.

Aktiekontolagens regelsystem är uppbyggt för registrering av sådana instrument som i fysisk form utgör innehavarpapper, såsom aktier och löpande skuldebrev. För att systemet skall bli mer flexibelt än det nuvarande utan att systematiken i lagstiftningen rubbas bör enligt utredningens mening en möjlighet införas att enligt aktiekontolagen registrera samtliga instrument med nämnda egenskaper. Det förutsätts givetvis att instrumenten är konstruerade på ett sådant sätt att de är tekniskt förenliga med registreringssystemet. Registrering bör även kunna ske av sådana instrument som inte är löpande i egentlig mening i sin grundform men som utan olägenhet kan inordnas i ett system avsett för löpande instrument. Ett exempel på sådana instrument utgör andelar i värdepappersfonder. I ett särskilt avsnitt (kap. 8) tar utredningen upp möjligheterna att registrera fondandelar. En ändring av aktiekontolagen så att den i enlighet härmed blir generellt tillämplig på finansiella instrument betraktas av marknaden som brådskande.

För närvarande kan inte aktier i utländska bolag registreras enligt aktiekontolagen; registrering kan endast ske av s.k. depåbevis. Utländska skuldförbindelser torde emellertid kunna registreras. Utredningen ser inget hinder mot att aktiekontolagen blir generellt tillämplig i fråga om utländska instrument som uppfyller de krav som har angetts förut och som är föremål för handel i Sverige.

6.2.2 Skall dokument för registrerade instrument kunna utges i vissa fall?

Utländska finansiella instrument som är föremål för handel i Sverige bör enligt utredningens mening kunna registreras och immobiliseras enligt aktiekontolagen även om de har dokumentform i hemlandet, utan att instrumenten behöver makuleras eller förlora sin egenskap av värdepapper. För registrering enligt aktiekontolagen bör därvid krävas av en utgivare av utländska finansiella instrument att denne hos VPC, eller i särskild depå för VPC:s räkning, deponerar de finansiella instrument som motsvarar de som avses bli registrerade. En sådan ordning förekommer i flera främmande länder, däribland Danmark. Den är påkallad av ett klart praktiskt behov.

En annan fråga är om det föreligger ett behov av att kunna ge ut svenska finansiella instrument i dokumentform trots att de är registrerade i avstämningsregister. Ett sådant behov skulle kunna uppkomma om utländsk lagstiftning eller en utländsk marknadsplats kräver dokumentform för att tillåta handel med svenska finansiella instrument. Detta spörsmål har vid ett flertal tillfällen diskuterats, senast i samband med den lagändring som gav VPC rätt att i intyg om ett kontos innehåll även ange vilka rättsverkningar som enligt aktiekontolagen är knutna till uppgifterna på kontot (jfr 5 kap. 1 § andra stycket aktiekontolagen). Lagutskottet uttalade därvid att om intyg från VPC inte skulle visa sig fylla de krav som ställs upp av utländska börser, utskottet utgick från att regeringen snarast skulle återkomma till riksdagen med förslag på erforderliga lagändringar (se 1990/91:LU5 s. 3-5).

Till en början skall anmärkas, att det enligt vad utredningen erfarit inte har kommit fram något som pekar på ett akut behov av en sådan lagändring. Tvärtom är det en internationell strävan att kontosystem med dematerialiserade finansiella instrument skall accepteras av alla länder och att lagstiftning eller tillämpning i ett land inte skall innehålla hinder för sådana inhemska eller utländska system (se bl.a. Trettio-gruppens uttalanden under rekommendation nr 3, FIBV:s rekommendation nr 3 och Kessler-rapportens punkt 20). Tendensen är också att allt fler instrument immobiliseras i kontosystem och som framgår av avsnitt 6.2.1 föreslår även utredningen att möjligheten att registrera instrument enligt aktiekontolagen skall utvidgas.

Sammantaget kan det anförda visserligen utgöra grund för en förmodan att ett eventuellt behov av en möjlighet att utge dokument för finansiella instrument i kontobaserade system på sikt kommer att bortfalla helt. En snabb utblick i vår omvärld ger emellertid vid handen att det är få länder som helt gått över till dokumentlösa system. I Europa är det endast de nordiska länderna och Frankrike som gått över till sådana system medan Belgien, Tyskland, Italien, Luxemburg och Holland har gett företräde för system som immobiliserar instrumenten. I Storbritannien och Irland liksom i USA är de finansiella instrumenten bara delvis dematerialiserade. Slutligen är de fysiska dokumenten i Spanien, Portugal och Grekland ännu inte immobiliserade. Trots den fortgående internationaliseringen av

handeln med finansiella instrument är det förenat med betydande svårigheter att överblicka om regelsystemen utomlands för olika typer av finansiella instrument godtar dokumentlösa system eller inte. I detta sammanhang bör noteras att Danmark så sent som år 1991 har ändrat sin lagstiftning och att VP-loven (31 §) numera medger att börsnoterade aktieselskaber eller investeringsföreningar som också är noterade på utländsk fondbörs utger dokument som bevis för aktien eller investeringsandelen i det omfång som krävs i landet i fråga.

Utredningen delar lagutskottets nyss redovisade uppfattning att det är angeläget att handeln med svenska aktier utomlands inte förhindras eller försvåras av det dokumentlösa systemet. Problemet kan beroende på de rättsregler som gäller eller den praxis som tillämpas i en främmande stat sägas sönderfalla i två delfrågor.

För det första är det tänkbart att man i den främmande staten visserligen godtar ett kontosystem som bygger på konstruktionen att immobiliserade instrument förvaras i det ansvariga institutets valv men hyser tveksamhet inför ett ordning som i likhet med vår bygger på principen om fullständig dematerialisering. Problem av det slaget har gett sig till känna i förhållande till Japan, låt vara att de i praktiken så småningom gick att lösa inom ramen för nuvarande ordning. Enligt uppgift skulle de också kunna tänkas uppstå bl.a. i förhållande till någon eller några amerikanska delstater.

För det andra kan det tänkas att den främmande statens lagstiftning över huvud taget inte godtar ett kontobaserat system utan förutsätter besittning till fysiska dokument för att äganderätten till aktier eller andra instrument skall erhålla sakrättsligt skydd. Det är också tänkbart att rättsläget i den främmande staten i vart fall bedöms som tveksamt på denna punkt eller att marknadsplatsen uppställer krav på att instrumenten skall kunna överlämnas i dokumentform. Sådana problem skulle möjligen kunna tänkas uppstå i förhållande östeuropeiska stater eller andra länder med outvecklad associationsrättslig lagstiftning.

För att möta det första problemet synes samma lösning bör väljas som i tidigare har förordats i fråga om instrument utfärdade i annat land än Sverige, dvs. emittenten eller rättighetshavaren bör kunna utfärda ett dokument i fysisk form som måste förvaras hos VPC eller för dess räkning för att registrering i avstämningsregister skall få äga rum. I fråga om instrument utfärdade i Sverige bör dock krävas ett särskilt tillstånd av Finansinspektionen för att den angivna ordningen skall få iakttas.

Det andra problemet får anses ha praktisk aktualitet endast när det gäller aktier och aktierelaterade instrument. Skall ett obligationslån helt eller delvis placeras i en stat som inte godkänner kontobaserade system för fondpapper, bör nämligen emittenten utan svårighet kunna avstå från att använda sig av något sådant system och i stället ge ut förbindelserna i dokumentform. Däremot skulle man ju kunna tänka sig att det i samband med ett joint venture mellan ett svenskt företag och exempelvis ett östeuropeiskt uppstår behov av att föra över en aktiepost till det utländska företaget. Även andra sammanhang kan situationer tänkas uppkomma då aktier avses bli överlättna till en fysisk eller juridisk person i en stat där

rättsverkningarna av kontobaserade system kan vara tvivelaktiga. Om det svenska företaget är ett avstämningsbolag kan emellertid för närvarande aktierna inte utfärdas i fysisk form.

Det synes vara en alltför vansklig ordning, om man för fall av sistnämnda slag skulle tänka sig en lösning som innebär att samma aktier kan på en gång vara registrerade i avstämningsregister och föremål för handel i fysisk form, även om en sådan lösning givetvis måste förutsätta att registreringen på ett eller annat sätt spärras. Dessutom drar en sådan lösning med sig behov av särskilda regler angående rättsverkningarna av registrering, förandet av aktieboken, bevakningen av panthavares rätt m.m.

Mera ändamålsenligt synes vara om man öppnar möjlighet för aktiebolag att från ett avstämningsförbehåll undanta viss del av aktierna i bolaget, exempelvis en särskild emission. På motsvarande sätt bör ett redan fattat beslut om avstämningsförbehåll kunna begränsas, under förutsättning att eventuella innehavare av panträttigheter ger sitt godkännande. Förandet av aktieboken till den del aktierna föreligger i fysisk form bör då ske på konventionellt sätt.

En sådan ordning som nu har skisserats förutsätter en justering i de bestämmelser som för närvarande finns i 3 kap. 8 § aktiebolagslagen och som innebär att ett avstämningsförbehåll resp. ett borttagande av ett sådant förbehåll måste gälla i fråga om samtliga bolagets aktier. Lämpligen bör föreskrivas att undantag från ett avstämningsförbehåll skall kunna göras och att i fråga om aktier som undantagits från förbehållet de regler som gäller för aktier i bolag som inte utgör avstämningsbolag skall tillämpas. På motsvarande sätt bör ett avstämningsförbehåll kunna delvis återtas genom beslut av bolagsstämman, under förutsättning att panthavarna ger sitt skriftliga samtycke (jfr 3 kap. 8 § sista stycket aktiebolagslagen).

För utredningen har påpekats att det kan vara förenat med vissa olägenheter att öppna en möjlighet att övergå från ett kontobaserat till ett dokumentbaserat system. Olägenheterna skulle bestå i att vissa främmande länder och kanske en del utländska placerare som accepterar vårt nuvarande system kunde befaras mera regelmässigt kräva dokument om en sådan möjlighet står till buds. Om i enlighet med vad som nyss förordats beslut av bolagsstämman krävs för en konvertering torde emellertid risken för en sådan utveckling inte vara framträdande.

Utredningen känner till att aktiebolagskommittén för närvarande arbetar med förslag till en ny aktiebolagslag, som bl.a. avses innefatta en omfattande redaktionell bearbetning av reglerna i 3 kap. aktiebolagslagen. Av detta skäl lägger utredningen inte fram något utarbetat lagförslag på denna punkt. Utredningen förutsätter emellertid att frågan kan tas upp i samband med ett genomförande av aktiebolagskommitténs kommande förslag. Utredningen vill peka på möjligheten av att man i det sammanhanget ersätter det nuvarande kravet på panthavarnas godkännande med ett krav på bevis om att deras rätt har tillgodosetts.

6.2.3 Gränsöverskridande kontoföring

Aktiekontolagen innehåller inte någon uttrycklig bestämmelse om att endast svenska företag får förordnas till kontoförande institut och frågan har inte heller berörts i lagmotiven. Sannolikt har emellertid detta varit en utgångspunkt vid regleringens tillkomst. En indikation på att endast svenska företag har avsetts kunna komma i fråga är att kontoförande institut med undantag för Riksbanken och Riksgäldskontoret alltid skall stå under Finansinspektionens tillsyn (3 kap. 3 §).

För att förenkla gränsöverskridande handel och förbättra effektiviteten och säkerheten vid sådan handel bör enligt internationella rekommendationer samarbete äga rum mellan olika länders kontosystem (centrala värdepappersförvarare). I begreppet kontosystem innefattas det institut som ansvarar för sådan kontoföring av finansiella instrument — dematerialiserade eller immobiliserade — som är förenad med rättsverkningar gentemot tredje man enligt lagen i den stat där institutet är verksamt.

Enligt rapporten om nordiskt börssamarbete bör de nordiska ländernas lagstiftning medge att värdepapperscentralerna i de nordiska länderna kan vara kontoförande institut hos varandra och att en värdepapperscentral i egenskap av förvaltare kan registrera behållning av finansiella instrument i de andra ländernas värdepapperscentraler. Även i internationella rekommendationer (se Kessler-rapporten, EG-rekommendationen om samarbete mellan värdepappersförvarare och FIBV) förespråkas länkar mellan kontosystem för förbättring av säkerheten och effektiviteten vid gränsöverskridande handel med finansiella instrument.

Vad som anförts i de internationella rekommendationerna och i rapporten om nordiskt börssamarbete talar enligt utredningens mening starkt för att aktiekontolagen bör kompletteras med en uttrycklig möjlighet för Finansinspektionen att lämna tillstånd även för utländsk värdepapperscentral att vara kontoförande institut. Utredningen föreslår en sådan ordning.

Rekommendationerna om samarbete och länkar mellan olika länders kontosystem aktualiserar åtminstone ytterligare två frågor. För det första uppkommer spørgsmålet om den nya ordningen bör vara begränsad till att avse centrala värdepappersförvarare och vad som i så fall skall avses med detta begrepp. I och för sig är det relativt vanligt i Västeuropa att det finns ett dominerande kontosystem i varje land för kontoföring av landets finansiella instrument, men det förekommer också att det finns flera kontosystem eller att kontoföring sker i banksystemet. Därtill kommer att det finns internationella clearingorganisationer som Euroclear och Cedel som i sin tur bygger på ett nät av depå- eller clearingbanker (se avsnitt 2.7 och 3.3.5).

Med all sannolikhet kommer i framtiden nya former för kontoföring och länkar mellan olika länder och marknadsplatser att introduceras. Enligt utredningens bedömning bör lagstiftningen vara generell och utformad så att den skapar utrymme för sådana nya former. Inte utan tungt vägande skäl bör i lagstiftningen uppställas regler som i praktiken utgör hinder för exempelvis ny handelsteknik. Redan härav följer att enligt utredningens bedömning sådana organ som utomlands svarar för

kontobaserade värdepapperssystem bör kunna bli kontoförande institut i Sverige oavsett om de är att betrakta som centrala eller ej.

Det nu behandlade spörsmålet är nära kopplat till den andra frågan, nämligen om utländska banker och värdepappersbolag skall kunna vara kontoförande institut. Avgränsningsproblematiken liksom det förhållande att formerna för handel samt clearing och avveckling i vår omvärld varierar talar för en generellt utformad bestämmelse som kan möta utvecklingen på värdepappersmarknaderna.

I detta sammanhang bör också EG:s regelverk beaktas. Enligt det nyligen antagna investeringstjänstedirektivet har ett värdepappersinstitut rätt att med stöd av hemlandsauktorisering utan diskriminering utföra investeringstjänster i övriga medlemsländer via filial eller genom gränsöverskridande verksamhet. Ett värdepappersinstitut som är medlem av en utländsk börs eller marknadsplats skall enligt direktivet ha rätt till tillträde till clearing- och avvecklingssystem som sköter denna verksamhet åt den aktuella börsen eller marknadsplatsen. I begreppet clearing- och avvecklingssystem inbegrips sannolikt sådana kontosystem som t.ex. sköter överföringarna av de finansiella instrumenten vid avvecklingen (se avsnitt 3.4 om investeringstjänstedirektivet). För att utländska banker och värdepappersbolag skall ha möjlighet att bli kontoförande institut talar, utöver investeringstjänstedirektivet, enligt utredningens mening vad som ovan har anförts om nya former för kontoföring samt clearing och avveckling vid gränsöverskridande handel.

Sammanfattningsvis förordar utredningen att aktiekontolagen kompletteras på sådant sätt att det uttryckligen framgår att en generell möjlighet för utländska företag att bli kontoförande institut föreligger.

Ett utländskt företag bör ej stå under tillsyn av Finansinspektionen. En förutsättning för att ett utländskt företag skall kunna bli kontoförande institut bör emellertid vara att det står under offentlig tillsyn i hemlandet. Vidare bör företaget självfallet ha de ekonomiska och tekniska resurser som krävs för vara kontoförande institut och kunna uppfylla reglerna och procedurerna för kontoföringen. Företaget skall också uppfylla de regler som uppställts för att säkra att parterna kan uppfylla sina åtaganden, t.ex. att betala eller leverera finansiella instrument. Liksom för svenska institut bör prövningen om förutsättningar föreligger att meddela ett utländskt företag tillstånd att vara kontoförande institut åligga Finansinspektionen.

Utredningen vill påpeka att de nu förordade förändringarna av marknaden betraktas som mycket brådskande, främst med hänsyn till den pågående utvecklingen i fråga om penningmarknaden. I den mån utredningens förslag i övrigt skulle finnas fordra tidskrävande överväganden kan det finnas anledning att överväga om dessa ändringar bör genomföras med förtur.

6.2.4 Förvaltare och förvaltarregistrering

Enligt aktiekontolagen kan utländsk förvaltare komma i fråga beträffande aktier men inte i fråga om skuldförbindelser. För registrering av utländsk förvaltning av aktier fordras särskilt tillstånd enligt 3 kap. 10 § ABL.

resp. 3 kap. 10 § försäkringsrörelselagen (1982:713) eller 3 kap. 11 § bankaktiebolagslagen (1982:618).

I propositionen om det kontobaserade systemet diskuterades denna begränsning i fråga om möjlighet till förvaltarregistrering inte närmare. Det konstaterades endast att de nyssnämnda reglerna om tillstånd för utländsk förvaltare inte gäller i fråga om skuldförbindelser.

Däremot togs frågan upp i prop. 1990/91:106 om kontobaserat penningmarknadssystem, där en utvidgad möjlighet till förvaltarregistrering föreslogs. För det fall att skuldförbindelser var föremål för handel utomlands kunde, efter tillstånd av Finansinspektionen, i stället för borgenär som är bosatt utomlands den som i utlandet fått uppdrag att förvalta hans förbindelser registreras som förvaltare på penningmarknadskonto. Skälen för detta ställningstagande var enligt den nyssnämnda propositionen att sådana lån som kommer i fråga inom penningmarknadssystemet ofta placeras utomlands och att det därför fanns ett påtagligt praktiskt behov av att tillåta utländsk förvaltarregistrering i fråga om skuldförbindelser. Det fanns enligt propositionen inte några principiella skäl som talade mot att tillåta detta. (Se 1990/91:106 s. 54 och 55.) På grund härav föreskrevs i lagen om penningmarknadskonton att utländsk förvaltare (s.k. nominee) efter särskilt tillstånd skulle kunna registreras som borgenär för sina kunders räkning, förutsatt dessa var bosatta utomlands.

För egen del ansluter sig utredningen till uppfattningen att också en utländsk bank eller ett utländskt värdepappersbolag skall kunna få skuldförbindelser registrerade i eget namn även om förbindelserna tillhör annan. Detta bör enligt utredningens mening också i övrigt gälla i fråga om andra finansiella instrument än aktier.

En reglering motsvarande den som kom till uttryck i lagen om penningmarknadskonton skulle uppenbarligen kräva ganska mycket merarbete för Finansinspektionens del. Utredningen anser det tvivelaktigt om en sådan reglering är tillräckligt meningsfull och om den har förutsättningar för att kunna fungera praktiskt. I varje fall gäller detta om kravet på tillstånd skall uppfattas som ett obligatorium. Ett utländskt värdepappersinstitut skulle i så fall kunna erhålla registrering som borgenär i fråga om skuldförbindelser som tillhör annan endast om institutet har tillstånd från svensk myndighet. Föreligger inte sådant tillstånd skulle alltså VPC eller vederbörande kontoförande institut ha skyldighet att avslå ansökan.

Därmed skulle en prövningsskyldighet läggas på VPC och de kontoförande instituten som i praktiken knappast skulle vara möjlig att fullgöra. Så t.ex. torde en utländsk bank som legitimerar sig som borgenär endast mera sällan självmant ge till känna att fråga är om förbindelser som tillhör någon annan än banken själv. För att prövningsskyldigheten skulle få något innehåll torde då få förutsättas att VPC eller det kontoförande institutet tillfrågar den utländska banken om saken, i vart fall om misstanke uppkommer att skuldförbindelserna tillhör annan än banken. Detta är knappast praktiskt möjligt och skulle dessutom säkerligen väcka åtskillig förvåning hos de utländska organen.

Till detta kommer att det ter sig tvivelaktigt om utländska förvaltare bör åläggas att följa de föreskrifter som gäller för förvaltare enligt aktiekontolagen. Av 8 kap. 8 § aktiekontolagen följer exempelvis att en förvaltare på begäran skall lämna uppgift till VPC om ägarna till de instrument som han förvaltar. Denna regel gäller ej för närvarande i fråga om den som har fått tillstånd att införas i aktiebok enligt 3 kap. 10 § ABL. Det kan antas att utländska förvaltare många gånger kan vara förhindrade av de för dem gällande sekretessreglerna att lämna sådana uppgifter. Man måste hålla i minnet att förvaltarsskap regleras på olika sätt i skilda främmande länder.

När det gäller aktier i svenska aktiebolag behövs reglerna om förvaltarregistrering resp. särskilt tillstånd vare sig aktierna förvaltas här i landet eller utomlands med hänsyn till föreskrifterna om aktiebok och de intressen som de föreskrifterna avser att tillgodose. Några sådana intressen finns knappast när det gäller andra finansiella instrument såsom skuldförbindelser. Såvitt gäller de svenska värdepappersinstituten kan emellertid antas att systemet med förvaltarregistrering dessutom fyller en uppgift som underlag för Finansinspektionens tillsyn. Eftersom utländska förvaltare inte bör stå under tillsyn av den svenska inspektionen saknar det från denna synpunkt mening att låta reglerna om förvaltare vara tillämpliga på utländska rättssubjekt. Dessa bör inte vara bundna av några andra regler om förvaltning än dem som gäller i den egna staten.

Av skäl som nu har anförts har utredningen kommit till den slutsatsen att nuvarande ordning bör behållas i vad den innebär att förvaltarregistrering resp. registrering av den som har fått särskilt tillstånd kan ske beträffande svenska aktier. Även i övrigt bör finansiella instrument kunna förvaltarregistreras hos svenska värdepappersinstitut. Däremot bör härutöver inte tillskapas något regelverk för förvaltarregistrering av sådana finansiella instrument som förvaltas utomlands. Lagen bör kunna tillämpas så att ett utländskt värdepappersbolag, som exempelvis legitimerar sig som borgenär i fråga om skuldförbindelser, i registreringshänseende anses vara borgenär utan någon särskild prövning av huruvida instrumenten tillhör någon kund. En sådan lagtolkning kan enligt utredningens mening göras även med nuvarande lydelse av lagen. Eftersom en anteckning i registret om att instrumenten tillhör annan kan tänkas ha betydelse för att säkerställa separationsrätt och möjligen i vissa länder kan krävas av utländsk tillsynsmyndighet, bör det emellertid inte finnas något hinder för VPC eller kontoförande institut att göra en sådan anteckning.

En av förutsättningarna för tillstånd till förvaltarregistrering av svenska aktier som förvaltas utomlands är att aktierna är föremål för handel vid utländsk fondbörs (3 kap. 10 § 2 st ABL och motsvarande bestämmelser i försäkringsrörelselagen och bankaktiebolagslagen). Som framgått gällde enligt lagen om penningmarknadskonton i detta hänseende endast den förutsättningen att skuldförbindelsen var föremål för handel utomlands. Som Finansinspektionen har påpekat (se bilaga 3) kan kravet på att handel vid utländsk fondbörs skall kunna styrkas ge upphov till praktiska problem inte minst vid fondemissioner. Därtill kommer att en väsentlig del av den internationella värdepappershandeln sker utanför de etablerade

börserna samt att nya handelssätt kontinuerligt lanseras. Med hänsyn till det anförda föreslår utredningen att kravet på att handel vid utländsk fondbörs skall förekomma slopas.

För förvaltarregistrering av aktier som är föremål för förvaltning utomlands fordras det för närvarande — såsom regleringen har uppfattats i praxis — dubbla tillstånd, dels måste bolaget erhålla tillstånd att i aktieboken få införa en utländsk förvaltare, dels måste särskilt tillstånd meddelas för den utländske förvaltaren.

Finansinspektionen har föreslagit att bestämmelserna om vilka tillstånd inspektionen skall meddela bör göras tydligare och att det bör öppnas en möjlighet att ge en utländska förvaltare ett generellt tillstånd att vara förvaltare för svenska aktier (se bilaga 3). Enligt vad utredningen inhämtat är det också mycket vanligt i andra länder att utländska aktier är registrerade på en förvaltare.

Enligt utredningens bedömning bör reglerna om utländsk förvaltare förenkla och även anpassas till den pågående europeiska utvecklingen mot en ökad rörlighet för varor, tjänster, personer och kapital. Endast ett tillstånd bör krävas och då lämpligen för den utländske förvaltaren. En sådan förvaltare bör kunna söka och erhålla ett generellt tillstånd att vara förvaltare för svenska aktier.

6.2.5 Insyn i skuldboken

Enligt 9 kap. 9 och 10 §§ aktiekontolagen har en emittent av skuldförbindelser generell rätt att få kännedom om borgenärernas indentitet. Detta gäller även i fråga om förvaltarregistrerade skuldförbindelser. Enligt lagen om penningmarknadskonton hade en emittent inte någon sådan befogenhet att få information om de borgenärer som placerat i hans skuldförbindelser. Endast i undantagsfall hade en emittent rätt att få kännedom om borgenärernas indentitet, nämligen när emittenten var hänvisad till att göra inlösen- eller räntebetalningar utanför PmC-systemet. I propositionen om penningmarknadskonton ansågs att en sådan rätt för emittenten — som saknar motsvarighet i ett dokumentbaserat system — inte fyller något legitimt ändamål och skulle kunna ge denne en från konkurrenssynpunkt skadlig möjlighet till insyn i andra instituts affärshemligheter, något som i sin tur skulle kunna leda till oförutsebara effekter på marknaden (prop. 1990/91:106 s. 41).

I skrivelse som inkom till Justitiedepartementet i december 1992 och som därefter överlämnats till Finansdepartementet har Riksbanken bl.a. begärt en begränsning i fråga om emittenters rätt att få kännedom om sina borgenärers identitet. Skrivelsen behandlades av regeringen under våren 1993 men något förslag i frågan lades inte fram med hänvisning till bl.a. denna utrednings arbete (se prop. 1992/93:206 s. 36 f.).

Enligt utredningens bedömning föreligger normalt inget behov för en emittent att få kännedom om vilka borgenärer som har placerat i skuldförbindelser emittenten har gett ut. Endast om en emittent behöver uppgifter för betalningar till borgenärerna bör denne kunna erhålla uppgifter om borgenärerna eller de förvaltare som förvaltar aktuell skuldför-

bindelse. Därtill kommer att en emittent som lämnar det kontobaserade systemet behöver uppgifter om vilka som är borgenärer. Emittenternas behov i övrigt av att kommunicera med borgenärerna för utsändande av meddelanden m.m. bör kunna ske genom VPC:s försorg. Utredningen föreslår mot bakgrund härav att lagen ändras i detta avseende. Vad som sålunda förordats överensstämmer med Riksbankens ovan nämnda förslag.

Det bör emellertid anmärkas att något hinder inte föreligger enligt aktiekontolagen för en emittent av finansiella instrument att vid utfärdandet förbehålla sig rätt att få kännedom om sådana uppgifter som nu har diskuterats. I så fall kan självfallet VPC lämna ut uppgifterna.

6.2.6 Underrättelser till kontoinnehavare m.m.

VPC och företrädare för de kontoförande instituten har som tidigare berörts påpekat vissa olägenheter med det stora antalet meddelanden som enligt aktiekontolagen skall sändas till kontoinnehavarna och ifrågasatt om inte antalet meddelanden kan minskas (se bilaga 3). VPC har därvid anmärkt att man i Danmark i december 1991 har beslutat att minska antalet sådana meddelanden. Enligt Værdipapircentralens årsredovisning för 1992 har ändringen medfört att antalet meddelanden sjunkit från fem miljoner till en miljon. VPC har vid hearingen även ifrågasatt regeln i 5 kap. 1 § första stycket om att underrättelse skall ske genast. Enligt VPC är regeln för rigorös eftersom den medför att kontoinnehavarna tillställs ett flertal underrättelser i vad som sakligt sett är ett och samma ärende.

I ett dokumentlöst system är det för den enskilde kontoinnehavaren av väsentlig vikt att denne har möjlighet att själv överblicka och handha sina rättigheter. För detta ändamål erfordras att kontoinnehavaren är tillförsäkrad aktuell information om vilket innehåll hans konto har och således fortlöpande erhåller uppgifter om förändringar på hans konto. Endast på detta sätt kan ju en värdepappersägare i ett dokumentlöst system fortlöpande kontrollera vad som sker på hans konto och med hans värdepapper. Rätten till insyn på det egna kontot betonades också starkt i princippropositionen där föredragande statsråd ansåg att det var ett oeftergivligt krav att en kontoinnehavare har fullständig insyn i uppgifterna på det egna kontot och att denna insyn skulle få utövas via det kontoförande institut som för hans konto eller direkt hos VPC (prop. 1987/88:108 s. 44).

Enligt utredningens bedömning bör en kontoinnehavare alltid erhålla meddelande vid en förändring på hans konto i den mån hans rätt berörs. Vidare är det det både lämpligt och praktiskt, inte minst av deklara-tions-skäl, att en kontoinnehavare erhåller ett årsbesked om innehållet på hans konto per den 31 december. Det bör i detta sammanhang anmärkas att VPC i vissa fall har skyldighet att lämna kontrolluppgift.

Vad nu anförts överensstämmer i stort med bestämmelserna i 5 kap. 1 §. Utredningen föreslår endast två ändringar. Utredningen anser att det inte föreligger skäl för fler underrättelser om en och samma affär i ett

dokumentlöst system än vad som förekommer i ett dokumentbaserat. Det sagda innebär att utredningen förordar att principen bör vara att endast en underrättelse skall behövas sändas ut i vad som sakligt sett är ett och samma ärende. För att lagtexten skall ge utrymme för en sådan tillämpning föreslår utredningen att ordet "genast" i 5 kap. 1 § första stycket ersätts med termen skyndsamt. I detta sammanhang bör anmärkas att det enligt utredningens bedömning inte föreligger något hinder mot att nämnda underrättelse sker genom t.ex. elektronisk överföring. Villkoret för en sådan överföring är att parterna kommit överens om kommunikationsmetoden och att den uppfyller kravet på säkerhet.

Beträffande 5 kap. 1 § tredje stycket föreslår utredningen att ett besked innehållande alla förändringar på kontot skall sändas ut endast om kontoinnehavaren begär det. Utredningen förutsätter därvid att VPC på lämpligt sätt ger kontoinnehavarna praktisk möjlighet att framställa sådana önskemål. Utredningen har mötts av synpunkten att det ingalunda är självklart att kontoinnehavarna skall ha rätt att erhålla ett besked av nu avsett slag konstnadsfritt från VPC. Till grund för denna synpunkt ligger det betraktelsesättet att det här är fråga om en service som till sin natur bör utgöra en vanlig banktjänst, som det skulle ankomma på banker och andra kontoförande institut att svara för i konkurrens. Utredningen har förståelse för synpunkten men har inte funnit tillräckliga skäl föreligga för att föreslå en lösning som skulle försämra servicen för kontoinnehavarna.

Vad som nu har anförts beträffande en kontoinnehavares behov av insyn på sitt konto i ett dokumentlöst system gäller även i fråga om panthavare och andra rättighetsinnehavare.

Fondhandlareföreningen m.fl. har föreslagit att bestämmelsen i 4 kap. 11 § ändras så att rättelse inte behöver föregås av yttrande, om det är uppenbart obehövligt eller om fara är i dröjsmål. Som skäl härtill har anförts att det bl.a. på grund av tidsskäl i vissa fall finns ett behov av att kunna vidta rättelser utan att yttrande inhämtats i förväg och att det har förekommit fall, vilka avsett mycket stora värden, där dröjsmålet som föranletts av omgången med yttrande varit mycket besvärande. Föreningen har föreslagit att bestämmelsen ändras så att rättelse inte behöver föregås av yttrande, om det är uppenbart obehövligt eller om fara är i dröjsmål (se bilaga 3).

Av 4 kap. 11 § framgår att en anteckning på aktiekonto skall rättas av det kontoförande institut som har vidtagit åtgärden, om anteckningen innehåller en uppenbar oriktighet till följd av skrivfel, räknefel, något annat förbiseende eller något tekniskt fel. Tillfälle att yttra sig skall lämnas den vars rätt berörs. Bestämmelsen har som förebild bl.a. 26 § förvaltningslagen.

Med hänsyn till den betydelse en anteckning på aktiekonto har föreligger starka skäl för att en innehavare alltid skall underättas innan en anteckning rättas. Vid en rättelse av dom på grund av skrivfel och liknande är en domstol enligt 17 kap. 15 § rättegångsbalken skyldig att bereda parterna tillfälle att yttra sig. Endast för det fall att ett sådant yttrande är uppenbart obehövligt får domstol göra nämnda rättelse utan

parternas hörande. Med hänsyn till det anförda anser utredningen att bestämmelsen i aktiekontolagen om rättelse endast bör ändras på så sätt att ett kontoförande institut får rätt att göra rättelse utan att först inhämta yttrande i de fall där yttrandet är uppenbart obehövligt eller rättelsen är till fördel för kontoinnehavare. Det bör emellertid anmärkas att ett inhämtande av yttrande nästan aldrig kan vara obehövligt om inte rättelsen är till fördel för kontoinnehavaren.

6.2.7 Aktiekontonämnden

Enligt 10 kap. 1 § aktiekontolagen skall hos VPC finnas en särskild nämnd, Aktiekontonämnden, vars reglemente skall godkännas av regeringen. Nämndens uppgift är att pröva tvister med anledning av beslut som VPC eller ett kontoförande institut har fattat med stöd av aktiekontolagen. Aktiekontonämnden fattar emellertid inga bindande beslut utan lämnar endast rekommendationer om hur tvisterna bör lösas. Den får pröva tvister endast om det anspråk som tvisten avser riktar sig mot VPC eller mot ett kontoförande institut.

I nämnden ingår en ordförande samt en vice ordförande och en ersättare för den senare, vilka är jurister och utsedda av regeringen. Övriga ledamöter i nämnden företräder aktie- och obligationsägare samt emittenter och fondkommissionärer. Nämndens verksamhet finansieras av VPC.

Som skäl för Aktiekontonämndens inrättande anfördes vid tillkomsten av aktiekontolagen att en möjlighet till prövning i utomprocessuell ordning skulle leda till en enklare och snabbare handläggning än om en framställning skulle behandlas direkt av en domstol (prop. 1987/88:108 s. 38 och prop. 1988/89:152 s. 87). Förebild för utformningen av reglerna om nämnden har närmast varit trafikskadenämnden.

Aktiekontonämnden har hittills inte handlagt något enda egentligt ärende. Detta är naturligtvis i och för sig endast positivt, eftersom det tyder på att några tvister av det slag som befarades när aktiekontolagen kom till inte har uppkommit efter övergången till det dokumentlösa systemet. Samtidigt kan det väcka frågan om inte Aktiekontonämnden i dess nuvarande form innebär en överflödig inrättning.

Enbart detta förhållande skulle emellertid som utredningen ser saken inte utgöra tillräckliga skäl att nu väcka frågan om nämndens fortsatta existens. Det finns emellertid två ytterligare skäl som gör det befogat att ta upp spörsmålet.

Om i enlighet med utredningens förslag en möjlighet öppnas för andra institut att vara huvudmän för dokumentlösa system i konkurrens med VPC måste man sålunda till en början ställa frågan om även eventuella konkurrenter behöver inrätta särskilda nämnder eller om det i stället bör tillskapas en gemensam nämnd.

För det andra är det numera en uttalad strävan från statsmakternas sida att iakttä försiktighet med inrättande av nämnder och domstolsliknande organ för olika rättsområden. Denna strävan har kommit till uttryck på ett näraliggande område, nämligen när det gäller frågan om inrättande av en disciplinnämnd för sanktionsfrågor vid börser och clearingorgansatio-

ner. En sådan nämnd hade föreslagits av Värdepappersmarknadskommittén i betänkandet (SOU 1989:72) värdepappersmarknaden i framtiden. I prop. 1991/92:113 med förslag till ny börslagstiftning m.m. tog emellertid regeringen avstånd från tanken. Förutom den nyss antydda principiella synpunkten återopades även andra skäl mot en lagreglering beträffande en sådan nämnd. Det borde enligt regeringen i stället ankomma på det berörda företaget att tillskapa en organisation för ändamålet. Detta kunde ske genom att fristående nämnder inrättades, men också andra lösningar berördes. Vidare påpekades att Finansinspektionen borde beakta hur de regelskapande, utredande och ansvarsutkrävande funktionerna organiserats (a. prop. s. 137 f.).

Av marknadsplatserna har numera Stockholms Fondbörs AB inrättat en nämnd för prövning av sanktionsfrågor. Övriga marknadsplatser har emellertid såvitt känt inte planer på någon motsvarande organisation.

Utredningen har kommit till den uppfattningen att den mest konsekventa lösningen skulle vara att även på förevarande område avstå från en lagreglering som gör en rättsnämnd till ett obligatorium och att alltså upphäva de nuvarande bestämmelserna i ämnet. Detta behöver i så fall inte betyda att Aktiekontonämnden avvecklas, men det bör ankomma på VPC att bedöma den frågan liksom spörsmålet om nämnden, för det fall den anses böra bestå i en eller annan form, skulle kunna anförtros även andra uppgifter än dem som den nu har att svara för. I konsekvens med vad som uttalades i propositionen om ny börslagstiftning bör Finansinspektionen bevaka hur organisationen hos VPC och eventuella konkurrenter för hanteringen av klagomål och ersättningsanspråk från enskilda utformas.

Av nu anförda skäl förordar utredningen att 10 kap. aktiekontolagen upphävs.

6.2.8 Ersättning för skador

Liksom annan ADB-baserad verksamhet innebär ett kontobaserat system för registrering av finansiella instrument ofrånkomligen att vissa risker för skador på grund av bl.a. tekniska fel uppkommer. Det kan vara fråga om handhavandefel, t.ex. felstansning, hårdvarufel — t.ex. plötsligt avbrott i en arbetsstation — eller mjukvarufel, såsom att en funktion i ett program visar sig inte fungera eller fungera bara under vissa betingelser. Med hänsyn till de stora värden som förekommer och den stora omsättningen på värdepappersmarknaden kan sådana fel få betydande ekonomiska följdverkningar.

Risken för skador på grund av fel får visserligen anses vara ännu större i ett manuellt system. Då kan emellertid som regel felet hänföras till oaktsamhet hos någon av aktörerna. I ett kontobaserat system kan tekniska och andra fel uppstå utan att skuld till detta kan styrkas på något håll.

Synpunkter av detta slag har legat till grund för särskilda överväganden om ersättningsansvaret. I propositionen rörande kontobaserat aktiesystem uttalade sålunda departementschefen att en avgörande förutsättning för att

ett kontosystem skulle godtas enligt hennes mening var att den enskilde fick fullgoda garantier för att hållas skadeslös vid förluster som uppkommer till följd av systemet, också i sådana fall där skadan inte kan föras tillbaka på oaktamhet av någon funktionär (prop. 1988/89:152 s. 79 f.). Ersättningssystemet i aktiekontolagen har också utformats i enlighet med denna princip.

I fråga om ersättning för skador gäller sålunda till en början enligt 7 kap. 1 § aktiekontolagen att om till följd av av 6 kap. 3-5 §§ — dvs. reglerna om rättsverkan av registrering i händelse av god tro — ett förvärv av aktier gäller mot den som ägde dem eller någon till vars förmån en rådighetsinskränkning gällde, denne har rätt till ersättning av VPC för sin skada till följd av förvärvet. Motsvarande gäller vid pantsättning.

Grunden för den nu ifrågakommande rätten till ersättning är inte felaktighet vid registreringen utan det förhållandet att det inte är möjligt att göra en materiell prövning av ett förvärv när registrering söks. Konstruktionen har motsvarighet på en del andra jämförbara områden. I princip gäller sålunda samma rätt till ersättning när en rättsinnehavare drabbas på här aktuellt sätt till följd av reglerna om rättsverkningar av inskrivning beträffande fastighet eller rätt till skepp eller skeppsbygge. Regler om detta finns i 18 kap. 4 § jordabalken och 370 § sjölagen. I de fallen är det emellertid staten som svarar för ersättningen.

För det fall att någon tillfogas skada till följd av oriktig eller missvisande uppgift i ett avstämningsregister eller i annat fall genom fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register regleras rätten till ersättning i 7 kap. 2 § aktiekontolagen. Enligt denna bestämmelse har den drabbade rätt till ersättning av VPC, om inte VPC visar att felaktigheten beror på en omständighet utanför dess kontroll vars följder VPC inte skäligen kunde ha undvikit eller övervunnit. Beror felaktigheten på ett kontoförande institut, är VPC fri från ersättnings-skyldighet bara om också det kontoförande institutet skulle vara fritt från ersättningsskyldighet enligt nyss anförda grunder. Motsvarande gäller om felaktigheten beror av någon som har anlitats av VPC eller det kontoförande institutet. Regleringen är här utformad efter viss förebild av den nya köplagen enligt vilken rätten för köparen till ersättning av säljaren bygger på principen om s.k. kontrollansvar.

Det bör framhållas att dessa ersättningsregler gäller endast i fråga om fel som har samband med själva kontoföringen och alltså inte har avseende exempelvis på de clearing- och betalningsfunktioner som utförs genom VPC:s försorg. På sistnämnda område gäller allmänna skadestands- och kontraktträttsliga principer i fråga om rätten till ersättning för fel. Det är också viktigt att påpeka att exempelvis en bank visavi kunden ofta agerar i dubbla roller när det är fråga om uppdrag som har anknytning till värdepapper. Banken kan dels vara kontoförande institut, dels på vanligt sätt ha sysslomannauppdrag som exempelvis går ut på att förvärva eller överlåta värdepapper. Endast fel som kan hänföras till bankens verksamhet som kontoförande institut träffas av de speciella ersättningsreglerna i 7 kap. 2 § aktiekontolagen. Att gränsdragningsfrågor här kan uppkomma ligger i sakens natur.

I 7 kap. aktiekontolagen finns vidare regler om ersättning på grund av skada som vållats genom beslut om omprövning eller rättelse (3 §) samt om jämkning vid medvållande på den skadelidandes sida (4 §). Slutligen finns en bestämmelse om regressrätt för VPC, som ger VPC rätt att från kontoförande institut eller annat företag, som genom vållande har medverkat till en skada, kräva tillbaka utbetalad ersättning i den mån det är skäligt med hänsyn till skadans orsak och omständigheterna i övrigt.

Det är ingen överdrift att påstå att ersättningssystemet enligt aktiekontolagen har erhållit en tämligen sofistikerad utformning. Systemet har knappast blivit föremål för någon tillämpning i verkligheten. Som förut nämnts gäller t.ex. att den till VPC knutna Aktiekontonämnden (se avsnitt 6.2.7) hittills inte haft något egentligt ärende att handlägga. Praktisk erfarenhet av reglernas tillämpning saknas alltså.

Mot den angivna bakgrunden och med hänsyn till att ersättningsreglerna har tillagts en så grundläggande betydelse vid tillkomsten av aktiekontolagen kunde det synas som om det inte redan nu — kort efter det att det dokumentlösa systemet omsatts till praktisk verklighet — finns anledning ta upp frågan om ändringar i dessa regler. Utredningen kan knappast heller enligt sina direktiv anses ha fått uppdrag att granska ersättningssystemet närmare. Med hänsyn till den utveckling som har ägt rum efter aktiekontolagens tillkomst finns det emellertid flera skäl som talar för att vissa begränsade ändringar övervägs i detta sammanhang.

Därvid vill utredningen till en början uppehålla sig vid det strikta ansvar för skador på grund av godtroshörsförvärv som har lagts på VPC enligt 7 kap. 1 § aktiekontolagen, en bestämmelse vars innebörd i praktiken har vållat åtskillig tvekan. Utredningen vill ifrågasätta om inte denna reglering till en del bygger på en grundläggande felsyn.

Som förut har framgått har bestämmelserna i paragrafen tillkommit efter mönster av i första hand 18 kap. 4 § jordabalken. Jordabalkens motsvarande bestämmelser måste emellertid ses mot bakgrund av att man vid balkens tillkomst frångick äldre jordabalkens principer om s.k. hemulsansvar för tidigare ägare av en fastighet och i stället införde en ordning enligt vilken den formella registreringen av en överlåtelse — lagfarten — tillägger den som är registrerad som ägare legitimation gentemot godtroende förvärvare. Vissa betydelsefulla undantag — som saknar motsvarighet i aktiekontolagen — har dock gjorts från denna princip, såsom för fall då en överlåtelsehandling visar sig ha varit förfalskad (18 kap. 3 § jordabalken).

På aktiekontolagens område är läget ett annat. Aktiekontolagen syftar ytterst till att i det dokumentlösa systemet låta registreringen ersätta den besittningsövergång som sker vid överlåtelse i fysisk form av aktier och förbindelser av löpande skuldebrevs karaktär. Vid överlåtelse av sådana handlingar i fysisk form kan olika ogiltighetsanledningar utsläckas genom godtroshörsförvärv. Gentemot godtroende förvärvare kan sålunda rätte ägaren inte göra gällande att handlingen kommit ur hans besittning genom exempelvis svek, ocker eller sådant rättsstridigt tvång som avses i 29 § avtalslagen.

En sådan invändning kan inte heller på aktiekontolagens område framställas gentemot den som i god tro har förvärvat instrumentet från någon som i vederbörlig ordning har registrerats som ägare. Men 7 kap. 1 § aktiekontolagen får i denna situation anses ge den rätte ägaren möjlighet att vända sig mot VPC och därifrån erhålla ersättning för sin skada. Denna ordning är inte motiverad av övergången till ett dokumentlöst system och synes även i övrigt svår att rationellt försvara.

För vissa fall är emellertid skuldebrevslagens och aktiekontolagens regler om rättsverkningar av en överlåtelse inte helt kongruenta. I aktiekontolagen saknas sålunda — liksom i aktiebolagslagen — hänvisning till 17 § skuldebrevslagen. Det får därför anses vara tveksamt om rätte ägaren av en aktie eller en skuldförbindelse gentemot godtroende förvärvare kan göra gällande att överlåtelsehandlingen förfalskats, i den händelse att en eller flera registreringar följt på den som grundats på den förfalskade överlåtelsehandlingen. Att VPC i denna situation skulle bära ett ersättningsansvar ter sig likväl omotiverat. Härvid bortses givetvis från det fallet att VPC eller det kontoförande institutet bort upptäcka förfalskningen; i den situationen följer ett ersättningsansvar av 7 kap. 2 § aktiekontolagen. Även i fall då överlåtaren saknade behörighet att överlåta det finansiella instrumentet blir det ersättningsansvar som åvilar VPC omotiverat för det fall att förhållandet inte kunnat upptäckas.

Utredningen kan inte se något tillräckligt skäl att behålla de ersättningsbestämmelser som har tagits in i 7 kap. 1 § aktiekontolagen. Utredningen förordar därför att paragrafen utgår.

Vad herefter gäller VPC:s ansvar för fel begångna inom ramen för de kontoförande institutens verksamhet vill utredningen hänvisa till att det i aktiekontolagens förarbeten medgavs att det kunde synas stämma bäst överens med principen om kontrollansvar att VPC inte slutligen skulle bära risken för fel i andra företags verksamhet. Man fick sålunda — anfördes det i motiven — räkna med invändningar om att denna ordning kunde te sig både orättvis och allmänt sett olämplig. Dessa invändningar bemöttes emellertid med att inte bara de kontoförande instituten utan också staten stod som aktieägare och garanter för VPC:s verksamhet. Om i enlighet med vad utredningen förutsatt i det föregående staten på sikt avhänder sig sitt aktieinnehav i VPC ändras uppenbarligen förutsättningarna för regleringen på ett väsentligt sätt.

Härtill kommer ytterligare en aspekt som innebär ändrade förutsättningar. Utredningen har förut fäst uppmärksamheten på att med hänsyn till EG:s investeringstjänstdirektiv banker och värdepappersbolag med säte inom EES kan komma att få möjlighet att bli kontoförande institut enligt aktiekontolagen.

Det kan ifrågasättas huruvida inte det ansvar som har lagts på VPC för alltför långt, om VPC skall svara även för fel begångna av i andra länder verksamma banker och värdepappersbolag. Om en placerare som är kund hos en bank i ett annat land genom bankens förvållande tillfogas skada i ett ärende relaterat till finansiella instrument registrerade hos VPC, synes det sålunda främmande för tanken att det ekonomiska ansvaret för skadan ovillkorligen skall bäras av VPC i första hand. Rätten till regress

för VPC måste också kunna bli svår att realisera i praktiken. Detta gäller särskilt som motsvarande regler om skadeståndsansvar — såvitt utredningen kunnat finna — saknas i jämförbara främmande länder utanför Norden.

Detta problem synes inte kunna mötas med att ersättningsbestämmelserna görs beroende av att det kontoförande institutet har säte i Sverige. Med hänsyn till det diskrimineringsförbud som följer av EG:s regelverk gäller nämligen att några särbestämmelser om skadestånd inte kan införas med sikte på fall då det kontoförande institutet har säte i land inom EES.

Till detta kommer att de ersättningsbelopp som kan bli aktuella särskilt med hänsyn till VPC:s påbörjade engagemang på penningmarknaden kan bli mycket betydande i jämförelse med vad som förutsattes vid aktiekontolagens tillkomst. Det förtjänar anmärkas att regleringen av ersättningsansvar enligt lagen om penningmarknadskonton i två betydelsefulla hänseenden avvek från motsvarande reglering enligt aktiekontolagen. För det första var PmC fri från ersättningsansvar för det fall PmC kunde visa att en medlem eller någon som medlemmen anlitat av oaktsamhet eller uppsåt hade orsakat en skada. Begreppet medlem enligt lagstiftningen om penningmarknadskonton motsvarade ungefärligen kontoförande institut på aktiekontolagens område. Denna avvikelse motiverades med att kontosystemet för penningmarknaden, i motsats till aktiekontosystemet, avsåg en förhållandevis begränsad krets av aktörer och knappast skulle komma att beröra enskilda småsparares intressen (prop. 1990/91:106 s. 43). För det andra var reglerna om ersättningsansvar dispositiva i förhållandet mellan PmC och medlemmarna, dvs. lagens regler gällde mellan dessa kontrahenter endast i den mån annat ej avtalats.

Utredningen vill vidare hänvisa till vad som förut (avsnitt 5.5) har föreslagits om att en möjlighet till konkurrens bör öppnas vad avser kontoföring av finansiella instrument. Om i enlighet med utredningens förslag en sådan möjlighet öppnas blir denna delvis illusorisk, såvida de stränga skadeståndsregler som i dag gäller för VPC skall bli tillämpliga även för en eventuell konkurrent. Med hänsyn till att de svenska reglerna som nyss antytts synes sakna direkt motsvarighet i främmande länder gäller detta i synnerhet för fall då ett konkurrerande institut replierar på utländska konto- eller clearingsystem. Att å andra sidan reglera skadeståndsfrågorna efter olika principer beroende på vem som svarar för kontoföringen synes inte kunna komma i fråga.

Spörsmålet blir då hur de problem som nu har angetts skall kunna mötas utan att man rubbar de grundläggande principerna bakom den nuvarande regleringen.

Vad till en början angår VPC:s — eller en eventuell konkurrents — ansvar för fel begångna av kontoförande institut vill utredningen förorda att samma system på aktiekontolagens område införs som det som avsågs gälla enligt lagen om penningmarknadskonton. Det innebär att VPC eller annat organ med motsvarande uppgifter bör frikallas från ersättningskyldighet, om det visas att ett kontoförande institut uppsåtligt eller av oaktsamhet har vållat den skada som det är fråga om.

En sådan princip står i överensstämmelse med vad utredningen förut har framhållit om betydelsen av en klar ansvarsfördelning mellan samtliga aktörer på värdepappersmarknaden. Att ett institut i betydande omfattning tar över riskerna för fel begångna i andra instituts verksamhet kan — även med beaktande av rätten till regress — påverka det incitament som bör finnas för att på ett effektivt sätt hantera de på marknaden förekommande riskerna, såsom risken för fel i data- och kommunikationssystem.

Mot den ordning som nu diskuteras kan invändas att, om den i enlighet med utredningens förslag får generell räckvidd, den stämmer mindre väl överens med departementschefens nyss redovisade förutsättningar i motiven till lagen om penningmarknadskonton, vilka även riksdagen ställt sig bakom. Departementschefen fann som framgått en ansvarsbegränsning av angivet slag acceptabel med hänsyn till att kontosystemet för penningmarknaden, i motsats till aktiekontosystemet, avsåg en förhållandevis begränsad krets av aktörer och knappast skulle komma att beröra enskilda småsparares intressen.

Enligt utredningens mening blir emellertid konsekvenserna för enskilda småsparare av den lösning som nu förordas mycket begränsade. Den som drabbas av en skada till följd av fel begångna av den bank eller det värdepappersbolag som han anlitat torde i allmänhet finna naturligt att vända sig mot sin avtalspart, om det står klart att det är denne som har vållat felet. Med hänsyn till att VPC:s finansiella resurser är förhållandevis begränsade förbättras inte alltid den enskildes rättsskydd på något avgörande sätt genom den nuvarande möjligheten att hålla sig till VPC. I vart fall gäller detta om staten utträder som delägare i företaget. Och VPC bör frikallas från ersättningsskyldighet endast för det fall företaget kan visa att skadan helt kan hänföras till vållande av det kontoförande institutet; den enskilde bör således inte åläggas någon bevisbörda för motsatsen.

På nu anförda skäl förordar utredningen en regel som innebär att om en skada som avses i aktiekontolagen beror på ett kontoförande institut eller någon som har anlitats av ett sådant institut, VPC skall vara fri från skadeståndsskyldighet om VPC visar att det kontoförande institutet eller någon som institutet har anlitat har vållat skadan. Vad som har sagts nu bör naturligtvis också gälla för en eventuell konkurrent till VPC.

I ytterligare ett hänseende bör enligt utredningens mening en uppmjukning av reglerna göras efter viss förebild av vad som avsågs gälla i fråga om PmC:s ersättningsansvar. Utredningen föreslår att det öppnas en viss möjlighet att träffa avtal om ansvarsbegränsningar i linje med vad som synes vara vanligt förekommande i främmande länder.

Friskrivningar bör självfallet inte kunna äga rum i förhållandet mellan VPC och enskilda aktiesparare — en sådan ordning skulle på ett mycket påtagligt sätt försämra rättsskyddet i förhållande till vad som avsågs vid aktiekontolagen tillkomst. Men utredningen anser till en början att det är naturligt om VPC i förhållande till de kontoförande instituten får en möjlighet att friskriva sig från det otvivelaktigt mycket långtgående ansvar som gäller enligt aktiekontolagen. En sådan möjlighet bör också mera generellt vara tillåten på avgränsade områden, exempelvis penning-

marknaden där den nuvarande ansvarsfördelningen kan synas mindre adekvat. Även i andra fall bör friskrivningar kunna förekomma i den mån exempelvis en konkurrent till VPC bedriver en verksamhet som riktar sig till en förhållandevis begränsad krets och sålunda inte rör allmänhetens intressen. För att en friskrivning skall få giltighet mot annat organ än ett kontoförande institut bör förutsättas att avtalet därom har godkänts av Finansinspektionen.

En friskrivning bör bl.a. kunna innebära att ansvaret för fel i förhållande till vissa intressenter regleras i överensstämmelse med allmänna kontrakträttsliga principer. Att märka är emellertid att friskrivning ej i något fall bör kunna ske när det gäller skador som vållas uppsåtligt eller av grov vårdslöshet, något som enligt allmänna rättsgrundsatser både i Sverige och i andra länder inte kan omfattas av en giltig ansvarsfriskrivning (se t.ex. Deullar-Nordström, ECE 188 A - NLM 80, 1981, Kommentarer till allmänna bestämmelser för leverans och montage, s. 213 och Hellner, Speciell avtalsrätt II s. 334).

Utredningen vill slutligen återigen erinra om att de skäl som föranlett utredningen att ta upp frågan om ersättningsreglerna är att staten förutsätts lämna ägarrollen i VPC, att utländska företag skall kunna bli kontoförande institut och att konkurrensen på registerföringsområdet skall släppas fri. Ändras dessa utgångspunkter under det fortsatta arbetet kommer självfallet frågorna i ett annat läge.

6.2.9 Aktielån

Aktielån eller värdepapperslån förekommer på värdepappersmarknaden i flera sammanhang. Sådana lån kan utgöra en del av en affärsstrategi, t.ex. s.k. blankning (se prop. 1990/91:142 s. 100-101 och 147), men också syfta till att säkerställa leveranser av fondpapper. Såsom framgår av avsnitt 3 rekommenderar bl.a. Trettio-gruppen att värdepapperslån skall stödjas som metod för att underlätta avvecklingen av leveransförpliktelser vid värdepappershandeln. I den s.k. DVP-rapporten (se 3.5.1 och 4.3.2) har vikten av en likvid marknad för värdepapperslån för vissa typer av avvecklingssystem betonats. Exempelvis utgör värdepapperslån en viktig del av Euroclears och Cedels avvecklingssystem (se 3.3.5). Tidigare rådde i Sverige förbud för fondkommissionärer att för egen räkning sälja fondpapper som bolaget hade mottagit som lån (blankning) eller att medverka vid blankning för annas räkning. Detta förbud upphävdes den 1 juli 1991 och ersattes med ett krav i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument på skriftligt avtal vid förfoganden över finansiella instrument som tillhör någon annan.

På aktiemarknaden förekommer lån av aktier direkt mellan parterna men också s.k. standardiserade aktielån som handlas och clearas av OM. För de standardiserade aktielånen offentliggörs dagligen uppgifter om omsättning och priser. Under våren 1993 har Stockholms Fondbörs i samråd med Finansinspektionen och Svenska Fondhandlareföreningen infört rapporteringskrav för värdepappersinstitutens medverkan vid aktielån. Rapporteringen omfattar antalet utlånade aktier, per aktieslag, för

gruppen mest omsatta aktier på fondbörsen. Lämnade uppgifter skall avse förhållandet per aktieslag vid slutet av den sista börsdagen i varje vecka. Uppgifterna offentliggörs sedan kl. 10.00 i SAX och SIX andra börsdagen efter avstämningsdagen.

På penningmarknaden är det vanliga tillvägagångssättet vid behov av obligationer eller andra räntebärande instrument för t.ex. fullgörande av leveransförpliktelse att den leveransskyldige genom en omvänd repa får tillgång till fondpapperet i fråga. Med omvänd repa avses ett avtal mellan två parter om köp i kombination med framtida försäljning. Som framgår av beskrivningen av VPC:s system för penningmarknaden (se avsnitt 2.4.3) är avsikten att repor skall utnyttjas vid en försenad avveckling. Enligt utredningens mening kan det diskuteras om inte någon form av rapporteringsskyldighet på penningmarknaden för lån och likartade transaktioner skulle kunna vara till fördel för genomlysningen av leveranssituationen och leveransförpliktelser på denna marknad.

I juridisk mening kan värdepapperslån beskrivas som en överlåtelse av värdepapper som är förenad med en förpliktelse för förvärvaren att återlämna värdepapper av motsvarande antal och beskaffenhet till överlåtaren. Skälet till affären kan exempelvis vara att förvärvaren behöver instrumenten för att kunna fullgöra leveransskyldighet. Förpliktelsen för förvärvaren att återlämna värdepapper har endast och är endast avsedd att ha obligationsrättslig verkan mellan honom och överlåtaren och gäller således inte mot tredje man sedan förvärvaren har fullgjort sin leveransskyldighet gentemot denne.

Om i enlighet härmed A såsom aktielån har överlåtit aktier till B som behöver aktierna för att fullgöra leveransskyldighet gentemot C, blir registreringarna enligt aktiekontolagen beroende av vilka anmälningar som görs. Ofta anmäls inte någon överlåtelse mellan A och B utan endast en överlåtelse mellan A och C, och det blir då endast denna överlåtelse som registreras. Men anmälningar kan självfallet göras såväl av en överlåtelse mellan A och B som av en överlåtelse mellan B och C och registreringarna avspeglar då dessa överlåtelser. I det senare fallet kan B under den tid han är registrerad som ägare utöva de med aktierna förenade befogenheterna utan inskränkning och således exempelvis rösta på bolagsstämma. I intetdera fallet sker enligt aktiekontolagen någon notering av att överlåtelserna har karaktären av aktielån, och C blir — såsom ju också är avsett — registrerad som ägare av aktierna utan någon belastning.

I direktiven har utredningen ålagts att pröva om skäl föreligger att registrera transaktioner som har karaktär av aktielån på särskilt sätt.

De registreringar som för närvarande sker enligt aktiekontolagen är begränsade till sådana förhållanden som i en eller annan mening följer aktien oberoende av överlåtelser eller som annars har sakrättslig betydelse. Förpliktelserna vid aktielån för en låntagare gentemot långivaren har som framgår av det nyss anförda inte sådan karaktär. Det skulle därför strida mot de principer som nu ligger till grund för regleringen av registreringar enligt aktiekontolagen, om aktielånen blev föremål för någon särreglering när det gäller registreringen. En sådan registrering

skulle också kunna leda till missförstånd med hänsyn till att förfarandet som framgått syftar till att tredje man — C i det ovan anförda exemplet — skall bli ägare till aktierna utan några inskränkningar. Slutligen bör tillfogas att någon skarp gräns mellan aktielån, överlåtelse med återköpsförbehåll och en omvänd repa knappast synes vara möjlig att dra.

Vad som har sagts nu utesluter naturligtvis inte att man inför en skyldighet för VPC eller annat organ som svarar för registreringar enligt aktiekontolagen att registrera en överlåtelses egenskap av aktielån. En sådan reglering — som måste bli beroende av att det vid överlåtelsen särskilt anmäls att denna har karaktär av aktielån — synes emellertid bli meningsfull endast under förutsättning att lagstiftaren i annat sammanhang inför särregler för aktielån som exempelvis begränsar låntagarens möjligheter att utöva de aktierättsliga befogenheterna eller som gör undantag för aktielån vid en tillämpning av insiderlagstiftningen. Några sådana särregler finns inte i dag. Skulle sådana införas är det lätt att i det sammanhanget genom en komplettering av 2 kap. 3 § aktiekontolagen även reglera registreringsfrågan. Fullt effektiv blir en reglering i aktiekontolagen dock bara under förutsättning att underlåtenhet att göra anmälan om en överlåtelses karaktär av aktielån straffsanktioneras.

För en clearingorganisation kan det naturligtvis ha betydelse att känna till förekomsten av värdepapperslån med hänsyn till intresset för organisationen att bevaka medlemmarnas positioner. Detta gäller även andra finansiella transaktioner med likartad funktion. Med hänsyn till att en särregistrering av transaktioner under alla förhållanden måste bygga på anmälningar från de berörda kan emellertid clearingorganisationens intressen tillgodoses genom de regler som organisationen själv har befogenhet att fastställa.

Med hänvisning till det anförda har utredningen kommit till slutsatsen att det i vart fall för närvarande inte finns tillräckliga skäl att meddela några särskilda regler om registrering när det gäller värdepapperslån. Utredningen har inte ansett det falla inom ramen för uppdraget att analysera de skatterättsliga aspekterna på värdepapperslån.

6.2.10 Vissa övriga frågor

Flera av de till utredningen knutna experterna har under utredningsarbetet fört fram tanken att man — i anslutning till att konkurrensen enligt utredningens förslag släpps fri — skulle kunna förvandla aktiekontolagen till en mera generell lagstiftning genom vissa lagtekniska åtgärder. Det skulle kunna ske genom att vissa kapitel, närmast då 2-4 och 8 kap, antingen förs över till annat regelverk såsom börs- och clearinglagstiftningen eller också ersätts genom ett bemyndigande till Finansinspektionen att meddela bestämmelser. Utredningen har dock inte bedömt en sådan åtgärd — som i sig inte skulle innebära någon saklig förändring — som tillräckligt meningsfull. Enligt utredningens mening är det dessutom från systematisk synpunkt av värde att de bestämmelser som gäller själva kontoföringen hålls samman och skiljs från det regelverk som tar sikte på clearing. Vidare har utredningen beaktat att aktiekontolagen är en förhållandevis

nyligen antagen lag som endast under kort tid har varit i praktisk tillämpning.

En annan fråga, som aktualiserades redan vid den hearing som Justitiedepartementet anordnade, gäller lagens namn. Rubriken "aktiekontolagen" är otvivelaktigt något missvisande, eftersom lagen är avsedd att tillämpas även i fråga om andra finansiella instrument än aktier. En mera heltäckande rubrik skulle vara exempelvis "lagen om kontoföring av finansiella instrument". Utredningen har emellertid ansett sig böra avstå från att i nuvarande läge ta upp den frågan.

Med det anförda har utredningen ej velat utesluta att dessa redaktionella spörsmål i ett senare skede skulle kunna få förnyad aktualitet. Om en redaktionell bearbetning av lagen bedöms böra komma till stånd sedan erfarenhet vunnits av den fria konkurrensen, kan i det sammanhanget finnas anledning att ta upp även den i det föregående berörda frågan om att ersätta beteckningen för vissa i aktiekontolagen förekommande begrepp — såsom daglig journal och kontoförande institut — med andra termer. Med hänsyn till den förhållandevis korta tid som stått till förfogande för utredningsarbetet har utredningen emellertid för sin del ansett det riktigast att begränsa sig till frågor av saklig betydelse.

7 Clearingorganisationer m.m.

7.1 Inledning

För närvarande omfattar bestämmelserna i lagen om börs- och clearingverksamhet endast sådan clearing och avveckling som består i att yrkesmässigt träda in som part i options- och terminsavtal eller på annat sätt garantera att avtalet fullgörs. I Sverige är det i dag bara OM som bedriver en clearingverksamhet av detta slag. Den nuvarande regleringen är emellertid avsedd endast som ett provisorium i avvaktan på resultatet av denna utrednings arbete (prop. 1991/92:113 s. 122).

I avsnitt 5.2 har behandlats betydelsen för värdepappersmarknaden och även för det finansiella systemet av en säker och effektiv clearing och avveckling. Av vad där har anförts följer att enligt utredningens bedömning sådan clearingverksamhet på värdepappersmarknaden som på ett eller annat sätt innehåller väsentliga risker bör vara föremål för reglering och tillsyn. Den centrala ställning på värdepappersmarknaden som clearing och avveckling har talar också för att en sådan reglering bör ske.

Vad som nu har sagts talar för att lagens definition av clearingverksamhet bör utvidgas. För detta talar också språkliga och systematiska skäl. Den nuvarande definitionen i lagen täcker varken enligt svenskt juridiskt språkbruk eller internationell terminologi sådan verksamhet som vanligen hänförs under begreppet clearing.

Utredningen kommer att i specialmotiveringen närmare uppehålla sig vid definitionsfrågan. Redan här bör emellertid konstateras att det givetvis inte finns något hinder mot att clearingverksamhet ges en vidsträckt definition i lagen men att endast vissa former av verksamheten underkastas tillståndskrav, tillsyn och annan särskild reglering. Det är emellertid som utredningen ser det en klar fördel från systematisk synpunkt om den definition av begreppet som ges i lagen överensstämmer med den verksamhet som bör vara underkastad offentlig reglering. Utredningen inriktar sig i första hand på en sådan lösning.

När det med denna utgångspunkt till en början gäller att ta ställning till vilka slags finansiella instrument som definitionen bör ta sikte på anser utredningen anledning saknas att som nu begränsa räckvidden till options- och terminsavtal. Lagen bör omfatta finansiella instrument i allmänhet och således både avistainstrument och andra derivatprodukter än optioner och terminer under förutsättning att det är fråga om finansiella instrument. Men definitionen bör också omfatta clearing av betalningsförpliktelser och detta oberoende av om det är fråga om betalning för finansiella instrument eller inte. Det är här att märka att lagen

(1991:980) om handel med finansiella instrument omfattar termins- och optionshandel med valuta som underliggande tillgång men inte valuta i sig (prop. 1990/91:142 s. 141). Eftersom det finns starka kopplingar mellan valuta- och värdepappersmarknaden och en clearingverksamhet avseende valuta har väsentliga likheter med en motsvarande verksamhet beträffande finansiella instrument, t. ex. beträffande riskerna (se bl.a. Lamfalussy-rapporten i avsnitt 3.5.1), bör även clearing av valutaaffärer vara underkastad ett tillståndskrav. Detta resultat uppnås om clearing av betalningsförpliktelser generellt omfattas av den nya definitionen.

För att clearingverksamhet skall anses föreligga bör krävas att verksamheten går ut på att på parternas vägnar utjämna förpliktelser att betala eller att leverera finansiella instrument. Begreppet bör vidare, liksom för närvarande, omfatta verksamhet som består i att yrkesmässigt träda in som part eller på annat sätt garantera att affärerna fullgörs. Detta bör gälla vare sig fråga är om derivat- eller avistainstrument. Det är vidare att beakta att en definition av clearingverksamhet bör utformas på det sättet att inte sådan tillfällig clearingliknande verksamhet som ofta bedrivs av kreditinstituten rymms inom definitionen. På samma sätt som när det gäller lagens definition av begreppet börs bör förutsättas att det är fråga om en verksamhet som en särskild organisation bedriver regelbundet och fortlöpande.

Enligt internationellt språkbruk omfattar begreppet clearing främst sådan verksamhet som består i att på de i förfarandet deltagande parternas vägnar räkna ut betalningsförpliktelser och förpliktelser att leverera finansiella instrument. Den definition som gavs i lagen om handel med finansiella instrument i dess ursprungliga lydelse avsåg sådan verksamhet.

Att en verksamhet har denna karaktär bör dock enligt utredningens mening inte vara tillräckligt för att clearingverksamhet skall anses föreligga; i så fall skulle begreppet komma att omfatta verksamhet som inte rimligen bör vara underkastad de särskilda reglerna om clearing. Inte heller kan det anses vara en nödvändig förutsättning för att clearingverksamhet skall anses föreligga att verksamheten omfattar själva uträkningen av förpliktelserna - det förekommer i praxis exempel på clearinginstitut som hanterar utjämning av förpliktelser sedan dessa räknats ut på annat håll.

Eftersom den verksamhet som består av uträkning av förpliktelser således inte är en vare sig tillräcklig eller nödvändig förutsättning för att en verksamhet skall karakteriseras som clearingverksamhet, bör definitionen av begreppet clearingverksamhet inte lämpligen inbegripa uträkningsverksamheten.

Från dessa utgångspunkter anser utredningen att en definition i lagen lämpligen kan utformas så, att med clearingverksamhet förstås en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att *antingen* på clearingmedlemmarnas vägnar utjämna förpliktelser för dem att betala eller att leverera finansiella instrument till varandra *eller också* i att genom inträdande som part eller på annat sätt garantera att sådana förpliktelser fullgörs.

En clearingen näraliggande verksamhet är avveckling — settlement — dvs. överförande av likvid och finansiella instrument till uppfyllande av

clearingmedlemmarnas förpliktelser i den mån dessa kvarstår efter ett utjämningsförfarande. En clearingorganisation hanterar vanligen även sådan verksamhet, men som påpekas redan i utredningens direktiv hänförs den enligt internationellt vedertaget språkbruk i allmänhet inte under själva clearingbegreppet. Även om det skulle vara förenat med lagtekniska fördelar att låta en definition av clearingverksamhet inbegripa även avvecklingen skulle man härigenom alltför mycket avvika från det språkbruk som är gängse inom branschen. Den senare verksamheten bör i lagstiftningen lämpligen benämnas *avvecklingsverksamhet*. I princip bör samma regler gälla för avvecklingsverksamhet som för clearingverksamhet.

Som framgått av ovan tar utredningens förslag sikte på sådan clearingverksamhet som bedrivs av en särskild clearingorganisation, dvs. vad man kan kalla en centraliserad clearing. Clearing - i betydelsen utjämning av betalnings- och leveransförpliktelser - mellan finansiella institut såsom banker och värdepappersbolag förekommer i många sammanhang och bygger då på avtal mellan parterna. Dessa instituts verksamhet är i betydande omfattning reglerad i lag, t.ex. försäkringsrörelselagen, bankrörelselagen och lagen om värdepappersrörelse. I frågor om clearing i samband med sådana avtal gäller vanliga civilrättsliga principer och det får i princip anses att anledning saknas att ställa sådan clearing- och avvecklingsverksamhet under offentlig reglering.

Från detta ställningstagande gör utredningen ett undantag, nämligen beträffande giltigheten av s.k. close-out agreements i överenskommelser om betalningsutjämning för det fall en av parterna försätts i konkurs. Denna fråga är av sådan vikt för aktörerna på de finansiella marknaderna och det svenska finansiella systemet att tillräckligt intresse har ansetts föreligga för att motivera lagstiftning. Denna fråga behandlas närmare i avsnitt 7.5.

7.2 Clearingorganisationer

7.2.1 Finansiella resurser

Enligt lagen om börs- och clearingverksamhet krävs att en clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger kunderna ett tillfredsställande skydd mot förluster som kan drabba dem till följd av clearingverksamheten. Denna bestämmelse (8 kap. 5 §) måste ses mot bakgrund av den snäva definition av clearingverksamhet som för närvarande ges i lagen och som innebär att en clearingorganisation förutsätts träda in som part i avtalen eller på annat sätt garantera att dessa fullgörs. Av motiven (prop. 1991/92:113 s. 126) framgår emellertid att det inte bara är de risker som organisationen ikläder sig på sådant sätt som avsetts bli beaktade utan också risken för att organisationen drabbas av ersättningsskyldighet till följd av olika fel som kan tänkas uppstå i verksamheten.

En clearingorganisation är, enligt utredningens förslag till definition, ett företag som fått tillstånd att bedriva clearing — eller avvecklingsverksamhet. Enligt dessa definitioner behöver inte en clearingorganisation

definitions­mässigt inträda som part i affärsavtalen eller ikläda sig andra liknande risker. Kravet på finansiell styrka måste givetvis anpassas till de risker som varje särskild organisation utsätter sig för med hänsyn till arten av sin verksamhet. Risker för fel i verksamheten som kan leda till ersättningsansvar kan man emellertid aldrig bortse från. Sådana risker föreligger naturligtvis i många olika slags verksamheter men på detta område står ofta särskilt betydande värden på spel. Som har påpekats i motiven till den gällande bestämmelsen måste vidare en offentlig auktorisation ses som en viss garanti för att företaget i vart fall vid auktorisationstidpunkten har rimliga utsikter att klara av sådana ersättningsanspråk som i praktiken kan bli aktuella.

För att det nu aktuella kravet skall kunna anpassas till den verksamhet som det i varje särskilt fall är fråga om förordar utredningen en lydelse av bestämmelsen som innebär att en clearingorganisation skall genom eget kapital, garanti eller försäkring eller på annat liknande sätt ha en tillfredsställande beredskap för sådant betalningsansvar som kan uppkomma för organisationen till följd av clearingverksamheten.

Av betydelse vid en prövning av en clearingorganisations finansiella resurser är om dessa resurser är snabbt tillgängliga eller ej. Clearing- och avvecklingsverksamhet i allmänhet och kanske särskilt sådan verksamhet som går ut på att träda in som part eller på annat sätt garantera att affärerna fullgörs ställer krav på att i vart fall en del av de finansiella resurserna — antingen organisationens egna eller också sådana som härrör från en försäkring eller liknande — finns tillgängliga i mycket likvida tillgångar.

Internationellt är det relativt vanligt att en clearingorganisation utöver det egna kapitalet förfogar över en s.k. clearingfond. Uppbyggnad av denna brukar ske genom årliga avgifter eller tillskott från medlemmarna. För det fall tillgångarna i en clearingfond uppfyller kraven på tillgänglighet och likviditet bör givetvis clearingfonden utgöra en finansiell resurs i nu aktuell mening. För det fall garantier eller löften om tillskott ingår i en clearingorganisations finansiella resurser bör även de uppfylla högt ställda krav på tillgänglighet och likviditet. I detta sammanhang bör risken med att garantier till en clearingorganisation kommer från ett och samma institut påpekas, dvs. att en clearingorganisation är alltför beroende av ett enda instituts kapacitet att snabbt ställa medel till organisationens förfogande.

Även från mera allmänna synpunkter kan det finnas anledning att ställa krav på god finansiell styrka hos en clearingorganisation. Det är sålunda från allmänna synpunkter ett befogat önskemål att verksamheten får en tillräcklig varaktighet och stabilitet, så att man säkerställer att förtroendet för clearing- och avvecklingsverksamheten upprätthålls. Om lagens räckvidd utvidgas på sätt som utredningen föreslår kan det därför diskuteras om inte ett uttryckligt krav borde ställas på att en clearingorganisation som är ett aktiebolag skall ha ett aktiekapital som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning är tillräckligt stort. Om clearingorganisationen är en ekonomisk förening borde i så fall motsvarande krav gälla medlems- och förlagsinsatser (jfr 2 kap. 5 § lagen om börs- och clearingverksamhet och 2 kap. 5 § lagen om värdepappersrörelse).

Ett förslag till allmänt kapitalkrav på en clearingorganisation lades fram av Värdepappersmarknadskommittén. Något sådant krav togs emellertid inte in i lagstiftningen. Motivet för detta var att kravet på kapitalstyrka borde sättas med beaktande av de risker som verksamheten faktiskt belastas av och alltså anpassas till verksamhetsförhållandena i varje enskilt fall (prop. 1991/92:113 s. 126). Utredningen vill mot denna bakgrund inte på nytt föra fram förslaget om ett allmänt kapitalkrav. Med hänsyn till att ett till riskerna anpassat kapitalkrav i praktiken torde tillgodose intresset av att verksamheten i önskvärd utsträckning får varaktighet och stabilitet har frågan inte någon större praktisk betydelse.

En clearingorganisations finansiella resurser bör som också framhållits i motiven till den nuvarande bestämmelsen (prop. 1991/92:113 s. 127) vara föremål för en återkommande granskning allteftersom verksamheten ökar eller minskar i volym eller förhållandena ändras i övrigt.

En av de risker som föreligger på de finansiella marknaderna är faran för att en störning på marknaden, t.ex. en deltagares bristande förmåga att fullfölja gjorda åtaganden att leverera eller betala, sprider sig till övriga deltagare i clearing- och avvecklingsverksamheten och till andra marknader (s.k. dominoeffekt). I värsta fall kan en sådan störning hota hela systemets stabilitet. Denna risk för en systemkris, vanligen benämnd systemrisk, har de senaste åren varit föremål för ingående studier av bl.a. centralbankerna i G 10-länderna och även inom OECD (se avsnitt 3.5.1 och 3.5.3). Beroende på hur verksamheten är organiserad kan en clearingorganisation vara föremål för betydande kredit- och likviditetsrisker samt även operationella risker. Dessa risker är särskilt påtagliga om en clearingorganisation inträder som central motpart eller garanterar de affärer som är föremål för clearing och avveckling. En clearingorganisation kan vid sådant förhållande vara utsatt för kredit- och likviditetsriskerna från båda sidorna av affärer. Om en clearingorganisation skulle gå omkull framhålls i nyss nämnda studier att en betydande systemrisk kan uppkomma. Enligt utredningens mening bör denna risk vara föremål för särskilda överväganden vid bedömningen av en clearingorganisations finansiella resurser och även när det gäller att ta ställning till om clearing- och avvecklingsverksamheten är organiserad på ett godtagbart sätt från exempelvis riskhanteringssynpunkt.

7.2.2 Säkerhet i verksamheten

På samma sätt som förut har framhållits beträffande kontosystem är det väsentligt att en clearingorganisation tillgodoser kraven på säkerhet i vid mening. Enligt nuvarande bestämmelser i lagen om börs- och clearingverksamhet krävs att en clearingorganisation skall ha kapital, garanti, försäkring eller liknande som ger ett tillfredsställande skydd för sådant betalningsansvar som kan uppkomma för organisationen till följd av clearingverksamheten

I utredningens krav på säkerhet i vid mening ligger att clearingorganisationen skall uppfylla högt ställda krav vad avser *organisation* och *riskhanteringssystem* samt *säkra tekniska system*. Vidare skall verksamheten vila på en *stabil juridisk grund*. Kravet på säkerhet i verksamheten är

så väsentligt att det enligt utredningens mening bör nämnas särskilt i lagen.

Organisation och riskhanteringssystem

Det är viktigt att clearing- och avvecklingsverksamheten har en organisation som i all rimlig mån motverkar risken för att förluster uppstår som är hänförliga till själva clearingverksamheten. Till en del får ett krav på en sådan organisation anses ligga i den allmänna regel som för närvarande finns i 8 kap. 1 § första stycket lagen om börs- och clearingverksamhet, där det föreskrivs att en clearingorganisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. Denna regel bör gälla även i fortsättningen.

Enligt utredningens mening bör en clearingorganisation noga analysera och mäta vilka huvudsakliga risker den tar i hanteringen samt i sin riskhanteringsplan specificera hur sådana risker skall hanteras.

Riskerna vid clearing och avveckling på de finansiella marknaderna har ingående behandlats i kapitel 4. Ansvar för hur dessa risker skall hanteras kan vara fördelat på olika sätt alltefter hur clearing- och avvecklingsverksamheten är organiserad. En clearingorganisation kan genom att gå in som part vara utsatt för betydande risker medan i andra fall en clearingorganisation inte tar några direkta kredit- eller likviditetsrisker utan mer fyller funktionen av arrangör eller administratör av clearing och/eller avvecklingen. I sistnämnda fall sker inget riskövertagande utan såväl kreditrisken som likviditetsrisken ligger kvar på de ursprungliga parterna i affären. För den sistnämnda typen av clearingorganisation kvarstår givetvis de operationella riskerna. Dessa risker och medföljande riskkoncentration gör sig särskilt gällande i de fall clearingorganisationen har en dominerande ställning på marknaden. För det fall organisationen av verksamheten inte är tillfredställande eller de tekniska systemen som är kritiska för clearing är bräckliga kan betydande risker föreligga även vid nu aktuell typ av clearingverksamhet. Därtill kommer att alla typer av clearingorganisationer också är utsatta för risken att de vid hanteringen av clearing- och avvecklingsverksamheten ådrar sig skadestånds- eller ersättningsskyldighet gentemot någon eller några deltagare i verksamheten. Enligt utredningens mening utgör en noggrann och ingående *riskanalys* av den planerade verksamheten en första förutsättning för en clearingorganisations verksamhet. Denna analys bör inte vara begränsad till att avse de risker som organisationen själv ikläder sig utan också ta sikte på de risker som är förenade med systemet som sådant för parterna och därmed för marknaden och för betalningssystemet. Här liksom i det föregående avser utredningen sådana risker som är förenade med själva clearing- och avvecklingsverksamheten.

En sådan riskanalys utgör i sin tur grunden för den beskrivning av hur dessa risker skall hanteras — *riskhanteringsplan* — som varje clearingorganisation bör upprätta. Det är därvid av vikt att det av riskhanteringsplanen framgår hur ansvaret för erforderliga åtgärder är fördelat. Det

bör också vara bestämt vilka befogenheter den ansvariga enheten har och vem eller vilka av befattningshavarna i ett institut som i ett krissituation har ansvaret för att nödvändiga åtgärder vidtas. Vid bedömningen av hur dessa frågor skall lösas är det lämpligt att det också prövas om den enhet som har ansvaret för riskhantering bör vara åtskild från affärsenheterna.

Riskhanteringsplanen och ansvaret för hanteringen av riskerna vid clearing- och avvecklingsverksamhet är av väsentlig betydelse för clearingorganisationer, värdepappersbolag, banker och andra företag på de finansiella marknaderna. Enligt utredningens uppfattning är det därför av vikt att ledningen i sådana institut är väl medveten om vilka risker som föreligger vid clearing- och avvecklingsverksamhet och hur dessa risker skall hanteras. Beslut rörande riskhanteringsplanen och ansvaret för riskhanteringen bör därför fattas av institutens styrelse, åtminstone när det gäller grundläggande frågor. Dessa beslut bör dessutom vara föremål för en regelbundet återkommande prövning av institutens styrelse och verkställande ledning.

En riskanalys och en riskhanteringsplan bör liksom en beskrivning av organisationen av verksamheten — *organisationsplan* — ingå i det grundläggande underlaget vid en tillståndsprövning av en planerad clearingverksamhet. Enligt 2 kap. 3 § andra stycket i lagen om börs- och clearingverksamhet som enligt 8 kap. 4 § även gäller clearingorganisation skall till ansökan om tillstånd fogas en plan för den tilltänkta verksamheten. Kraven på riskanalys och riskhanteringsplan är enligt utredningens mening så viktiga att de bör nämnas särskilt i lagen. Utredningen föreslår därför att en clearingorganisation i sin plan för verksamheten särskilt skall beskriva vilka huvudsakliga risker som är förenade med verksamheten och hur dessa risker skall hanteras.

Liksom de finansiella resurserna bör riskanalysen, riskhanteringsplanen och organisationsplanen vara föremål för återkommande granskning allteftersom verksamheten ökar eller minskar i volym eller förhållandena ändras i övrigt. Ett lämpligt förfarande är därvidlag att det vid tillståndsprövningen uppställs som villkor att en clearingorganisation har skyldighet att till tillsynsmyndigheten inrapportera alla väsentliga förändringar av riskanalysen, riskhanteringsplanen och organisationsplanen.

Stabil juridisk grund

I det krav på säkerhet i verksamheten som bör uppställas ligger att verksamheten skall vila på stabil juridisk grund. Enligt 9 kap. 1 § lagen om börs- och clearingverksamhet skall en clearingorganisation ha ändamålsenliga regler för hur clearingens skall gå till. Någon närmare utveckling av denna regel finns inte i förarbetena. Det anges emellertid att regeln innebär att det skall finnas föreskrifter om risk- och säkerhetshanteringen (prop. 1991/92:113 s. 72 och 124). Vid clearingverksamhet föreligger många, ibland mycket svåra, juridiska spørsmål. I detta sammanhang vill utredningen peka på ett par frågor som bör vara föremål för särskild uppmärksamhet. Vid clearing och avveckling av handeln med avistainstrument såsom aktier och obligationer är det vanligt att de båda leden, överföringen av likvid resp. instrument, inte är synkroniserade. Över-

föring av instrumenten kan exempelvis ske före det att likviderna transfereras. Vidare kan tänkas att den ena överföringen är oåterkallelig medan den andra är återkallelig eller villkorad. Att avvecklingsförfarandet inte är synkroniserat innebär att parterna kan vara utsatta för betydande kreditrisker. För att riskerna vid sådan avvecklingsverksamhet skall minskas ställs ofta krav på säkerheter och garantier för att begränsa kreditexponeringen för deltagarna och clearingorganisationen. Ställda säkerheter, t.ex. rätt till pant i de finansiella instrument som berörs av avveckling, och lämnade garantier aktualiserar ett annat spørsmål som förtjänar att nämnas, nämligen en clearingorganisations juridiska rätt till ställda säkerheter och lämnade garantier samt möjligheten för organisationen att snabbt tillgodogöra sig (realisera) dessa. Sistnämnda spørsmål har nära samband med vilka åtgärder en clearingorganisation eller clearingmedlem kan tillgripa om en aktör inte förmår att fullfölja sina åtaganden. Det kan vara fråga om ett tillfälligt leveransproblem för aktören eller aktören kan vara på obestånd. Att clearingorganisationer och clearingmedlemmar i sina riskhanteringsplaner noggrant behandlar dessa spørsmål och därvid klarlägger hur ansvaret för riskhanteringen är fördelat anser utredningen som nämnts självklart.

Ett vanligt internationellt krav är att clearingverksamhet skall bygga på en stabil juridisk grund. Förutom ovan berörda frågor har i internationella sammanhang särskilt uppmärksammats vikten av att ett nettning förfarande är juridiskt hållbart. Till denna fråga återkommer utredningen i avsnitt 7.5.

Enligt utredningens bedömning är det av stor vikt att clearing- och avvecklingsverksamhet bygger på en stabil juridisk grund. Detta krav bör i princip gälla hela det juridiska regelverket för verksamheten. Således bör inte bara reglerna för själva clearingen och avvecklingen vara hållbara juridiskt sett utan avtalen mellan clearingorganisation och olika aktörer. Också sådana avtal som avser för clearingen kritiska funktioner avseende data- och kommunikationssystem, t.ex. back-up faciliteter, bör bära denna prägel. Kravet på att clearingverksamhet skall vila på en stabil juridisk grund bör uttryckligen framgå av lagen.

Nu behandlade regelverk och avtal bör granskas vid ansökan om tillstånd och också inges till tillsynsmyndigheten för granskning vid revidering.

Säkra tekniska system

Stora krav måste ställas på en clearingorganisations data- och kommunikationssystem. Dessa system skall tillfredsställa högt uppställda krav på tillförlitlighet. Såsom tidigare påpekats kan störningar i ett clearingsystems operationella infrastruktur förorsaka allvarliga problem. Sådana störningar kan, om de försenar avvecklingen och hindrar den nödvändiga övervakningen av clearingmedlemmarnas positioner och exponering i handeln, medföra att likviditetsproblem uppkommer och att kreditriskerna tilltar. Även de operationella riskerna måste självfallet analyseras och behandlas i den i föregående avsnitt angivna planen för en clearingorganisations riskhantering.

En clearingorganisations datasystem måste ha kapacitet att klara en kraftig, oväntad ökning av antalet transaktioner. För det fall datasystemet skulle bli utslaget skall ett reservsystem finnas som snabbt kan tas i bruk. Två krav kan därvid aktualiseras. Det första avser om en clearingorganisation skall ha tillgång till ett reservsystem på annat ställe än det vanliga verksamhetstället. Det andra gäller hur snabbt en reservanläggning skall kunna sättas i gång. Hur högt kraven bör ställas i dessa avseenden är givetvis beroende på vilken vikt den aktuella verksamheten har för värdepappersmarknaden och även för det finansiella systemet samt vilka risker den aktuella clearing- eller avvecklingsverksamheten är utsatt för.

Stora krav måste givetvis även ställas i fråga om fysisk säkerhet i form av skalskydd och tillträdeskontroll och beträffande faciliteter för dataskydd och kvalitetssäkerhet. Erforderliga back-up faciliteter bör också finnas för exempelvis kommunikationsnätverk och kraftkällor. Olika lösningar kan tänkas på dessa frågor. Det väsentliga är att de uppfyller de ställda kraven på säkerhet.

Säkerhets- och sårbarhetsfrågorna i nu diskuterat avseende har behandlats i propositionerna om kontobaserat aktiesystem (1988/89:152 s. 167 och 168) och om kontobaserat penningmarknadssystem (1990/91:106 s. 87 och 88). Därvid har föredragande departementschefen vid bägge tillfällena betonat vikten av att systemen granskas innan de tas i drift och att systemen tillgodoser högt ställda krav på säkerhet. Utredningen delar denna bedömning och vill för egen del framhålla att granskning bör ske inte bara vid tillståndsprövningen utan även senare när en clearingorganisation vidtar väsentliga ändringar av ett befintligt system eller byter till ett nytt system.

Utredningen anser det inte ändamålsenligt att i lagstiftning närmare precisera tekniska krav som, med hänsyn till den snabba utvecklingen, inom en kort tid kan bli inaktuella. I stället bör tillsynsmyndigheten pröva om de tekniska systemen är utformade så att de uppfyller de krav som man tid efter annan bör ställa.

7.2.3 Sidoverksamhet för clearingorganisation

Enligt 9 kap. 6 § lagen om börs- och clearingverksamhet får en clearingorganisation, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den. Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen tillåta att en clearingorganisation driver även annan verksamhet. Bestämmelsen överensstämmer med vad som enligt 4 kap. 5 § samma lag gäller för en börs. Enligt förarbetena skall i detta avseende samma principer som för börs gälla clearingorganisationer. Dock skall större uppmärksamhet ägnas åt att en clearingorganisation inte bedriver annan verksamhet som kan riskera att kapitalet till skydd för clearingens går förlorat (se prop. 1992/93:113 s. 201). I motiven till regeln om sidoverksamhet för en börs anges, såvitt nu är av intresse, att börsverksamhet och clearingverksamhet bör få bedrivas i samma företag samt att det bör kunna godtas att en börs bedriver annan verksamhet som har nära samband med driften av marknadsplatsen. En restriktiv hållning bör enligt förarbetena intas vad gäller möjligheterna

för en börs att ägna sig åt verksamhet som inte har ett påtagligt samband med börsverksamheten (a. prop. s. 76 och 77).

Utredningen delar den ovan angivna uppfattningen att börs- och clearingverksamhet bör få bedrivas i samma företag. För det fall en clearingorganisation emellertid skulle bedriva verksamhet av helt annat slag kan detta komplicera bedömningen av organisationens finansiella ställning. De övervakande myndigheternas arbete, främst Finansinspektionens, kan därför komma att försvåras om en clearingorganisation bedriver en sådan verksamhet som ligger utanför myndighetens vanliga verksamhetsområde. En sådan sidoverksamhet skulle kunna medföra problem vid auktorisationsprövning och den löpande tillsynen. Även clearingmedlemmarnas möjlighet att pröva en clearingorganisations finansiella ställning kan givetvis försvåras om en clearingorganisation bedriver verksamhet av helt annat slag vid sidan av clearingen. Med hänsyn härtill och till vad som i det föregående har anförts om en clearingorganisations centrala ställning inom värdepappershandeln förordar utredningen en fortsatt restriktiv hållning till sådan verksamhet som inte har samband med clearingverksamheten, i synnerhet riskfylld sådan.

Vad gäller andra med clearingverksamheten närliggande verksamheter gör utredningen följande bedömning.

Det är vanligt att en clearingorganisation registrerar — och i förekommande fall förvarar — de finansiella instrument som är föremål för clearing och avveckling. Ofta utförs registreringen i ett kontosystem där instrumenten är dematerialiserade eller immobiliserade. Registreringen på konto kan ske genom ett institut eller genom ett system med flera olika institut, t.ex. nationella och internationella förvaringsinstitut eller depåbanker.

En sådan kontoföring och förvaring av finansiella instrument hänger mycket nära samman med clearing- och avvecklingsverksamhet och är enligt utredningens uppfattning till fördel för en säker och effektiv clearing och avveckling. Att en clearingorganisation i och för sig bör få ägna sig åt sådan verksamhet är alltså uppenbart. Även en börs bör enligt utredningens mening kunna ägna sig åt kontoföring. Det är emellertid fråga om en från juridiska och tekniska synpunkter avancerad verksamhet som enligt utredningens förslag (se avsnitt 5.2) fordrar särskilt förordnande eller tillstånd enligt aktiekontolagen.

Nära samband med registrering av finansiella instrument på konto har vissa förvaringstjänster rörande dessa instrument. Exempel på sådana tjänster är förmedling av meddelanden från emittenter av instrument till ägarna av desamma, emissionstjänster, mottagande av utdelningar och räntor inkl. verkställande av t.ex. skatteavdrag samt information till kontoinnehavaren om innehåll och förändringar på det konto där instrumenten är registrerade. Sådana tjänster utförs i dag, förutom av VPC, av banker, värdepappersbolag och internationella clearingorganisationer, vid t.ex. förvaltning av en kunds värdepappersdepå. För en värdepappersmarknads konkurrenskraft är det av vikt att nu diskuterade förvaringstjänster kan tillhandahållas aktörerna på ett effektivt och säkert sätt till en låg kostnad. Detta gäller inte minst vid gränsöverskridande handel. Som utredningen ser det bör inte en clearingorganisation hindras

från att bedriva sådan verksamhet och även annan verksamhet med nära samband med driften av clearingverksamheten. En given förutsättning är dock att verksamheten inte utsätter organisationen för någon betydande risk.

Förvaringstjänsterna bör hållas isär från sådan förvaltning av finansiella instrument som innefattar uppdrag för någon att mot betalning förvalta annans fondpapper, ibland kallat portföljförvaltning. Sådan verksamhet är tillståndspliktig värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § 4 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Skulle en clearingorganisation få utföra även förvaltningstjänster kan organisationens integritet gentemot medlemmar och kunder komma att ifrågasättas. Dessutom kan sådan förvaltning vara förenad med särskilda risker. Enligt utredningen bör clearing- och avvecklingsverksamhet inte få kombineras med sådan verksamhet. Förvaltning av detta slag kan dessutom inte anses ha sådant nära samband med clearing- och avvecklingsverksamhet som måste fordras. Vad som nu anförts utgör dock inte hinder för en clearingorganisation att vara registrerad som förvaltare vid exempelvis länkar mellan värdepappersförvarare och clearingorganisationer och depåbanker.

För att underlätta clearingen och avvecklingen är det inte helt ovanligt att en clearingorganisation förmedlar s.k. värdepapperslån, dvs. försträckningar av finansiella instrument, för att exempelvis lösa leveransproblem och underlätta en avveckling i rätt tid. För en väl fungerande avveckling utgör värdepapperslån en väsentlig stödfunktion och det är en vanligt rekommendation att värdepapperslån skall stödjas som medel att underlätta avvecklingen av leveransförpliktelserna vid värdepappersaffärer (se t.ex. Trettiogruppens rekommendation nr 8). Det synes därför både lämpligt och praktiskt att en clearingorganisation skall få bedriva sådan verksamhet. Därvid bör anmärkas att det i första hand är fråga om förmedling av s.k. värdepapperslån och inte försträckningar från eget lager. Något förbud mot försträckning från eget lager bör inte uppställas men verksamheten är av sådan art att den bör erfordra särskilt tillstånd som värdepappersbolag.

Rätten att ta emot medel på konto och lämna kredit mot säkerhet har för värdepappersbolagens del diskuterats relativt utförligt i propositionen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden (prop. 1990/91:142 s. 119-122). Liksom värdepapperslån kan sådana verksamheter fungera som nödvändiga smörjmedel för en effektiv och säker avveckling. Utan sådana faciliteter kan det finnas risk att ett stort antal transaktioner inte kan genomföras i tid på grund av att medlemmarna vid avvecklingstidpunkten saknar tillräckliga resurser i form av finansiella instrument och/eller likvider. Som exempel kan hänvisas till en avveckling enligt modell 1 i avsnitt 4.3.2 och till Euroclears och Cedels system som är uppbyggda kring möjligheterna att underlätta avvecklingen genom effektiva system för värdepapperslån och kreditgivning. En clearingorganisation kan tillhandahålla dessa tjänster t.ex. genom kopplingar till banksystemet eller till en särskild bank.

Kreditgivning mot säkerhet kan för en clearingorganisation, beroende på hur verksamheten är organiserad, utgöra en viktig och väsentlig funktion i syfte att säkra en ordnad avveckling i rätt tid. Liksom för

mottagande av medel krävs kompetens och kapitalstyrka för att få bedriva kreditgivning. Därtill kommer att en clearingorganisation bör ha erforderliga system för att värdera säkerheterna och säkerheternas förändrade värde alltefter marknadsförhållandena. I första hand ligger det givetvis närmast till hands att en clearingorganisation som säkerheter tar emot de finansiella instrument organisationen hanterar. Även andra säkerheter bör emellertid beroende på clearingorganisationens eller tillsynsmyndighetens bedömande kunna komma i fråga såsom garantier eller borgensåtaganden. Något hinder häremot bör därför inte uppställas lagstiftningsvägen. Dock bör erinras om vad som i avsnitt 4 har påpekats om riskerna med en för stor exponering mot en garantigivare eller en emittent. Medvetenheten om dessa risker synes numera vara relativt god men den s.k. finanskrisen är ett uppenbart och närliggande exempel på risken med en exponering mot en enda sektor och vad som kan ske om erforderliga system för att kontrollera exponeringen saknas. Nu diskuterade kreditgivning skall självfallet ha samband med clearingverksamheten.

Enligt EG:s regler, investeringstjänstedirektivet, har inte ett värtdepappersbolag (investment firm) rätt att ta emot medel på konto, dvs. att ta emot insättningar från kunder och även kunna använda medlen i den egna rörelsen. Denna rätt är förbehållen kreditinstitut (artikel 10 i investeringstjänstedirektivet). En rätt för en clearingorganisation att ta emot inlåning skulle i och för sig kunna underlätta det löpande betalningsförhållandet mellan clearingorganisationen och dess medlemmar och därmed underlätta avvecklingsverksamheten. Å andra sidan aktualiserar inlåningsverksamheten gränsdragningsproblematiken mellan en clearingorganisation och ett kreditinstitut. Därtill kommer att inlåning kan vara förenad med vissa risker och att sådan verksamhet fordrar ett särskilt regelsystem. Med hänsyn härtill lägger inte utredningen fram något förslag i frågan. Om behov av inlåningsverksamhet skulle uppkomma för en effektiv och säker clearingverksamhet och även kräva lagstiftning bör det emellertid enligt utredningens mening finnas en viss beredskap före en sådan lagändring.

Förmedling av värdepapperslån och kreditgivning är sådana verksamheter som kan vara förenade med icke obetydliga risker, och enligt utredningens bedömning bör en clearingorganisation, trots det nära sambandet med clearing- och avvecklingsverksamheten först efter tillstånd från Finansinspektionen få utöva sådana verksamheter.

För det fall en clearingorganisation skulle vilja förvärva större eller mindre andelar i andra företag som ett led i organisationen av verksamheten erfordras enligt 9 kap. 7 § tillstånd av Finansinspektionen. Ett sådant förvärv kan ske i samband med att en clearingorganisation för över eller förlägger delar av själva verksamheten, eller sådan verksamhet som har nära samband med denna, till ett företag som inte står under tillsyn. Enligt förarbetena till motsvarande bestämmelse för en börs är det angeläget att Finansinspektionen kan få insyn även i ett sådant företag och har möjlighet att få uppgifter om detta samt att kontroll kan ske att sådana engagemang inte får en omfattning och inriktning som kan äventyra börsens stabilitet och styrka (prop. 1991/92:113 s. 77). Samma

principer bör enligt förarbetena även gälla en clearingorganisationen (a. prop. s. 201). Något tillstånd erfordras dock inte för en clearingorganisations förvärv av aktier och andra finansiella instrument i placeringssyfte.

En clearingorganisation intar en central ställning på värdepappersmarknaden och det är viktigt att organisationen har en betydande stabilitet och styrka. Det är därför av synnerlig vikt att Finansinspektionen har möjlighet till insyn i verksamheten även om viss del av denna skulle komma att bedrivas i ett till clearingorganisationen knutet företag som inte står under tillsyn. Enligt utredningens mening bör således nu diskuterade förvärv även fortsättningsvis kräva tillstånd. Utredningen ansluter sig också till vad som i förarbetena anförts om att en börs eller clearingorganisations eventuella innehav av finansiella instrument inte får ta sådana proportioner och former att dess stabilitet och styrka kan hamna i farozonen (a. prop. s. 78).

7.3 Clearingmedlemmarna

En clearingorganisation är enligt lagen om börs- och clearingverksamhet (8 kap. 1 § andra stycket) skyldig att tillämpa principerna om fritt tillträde — dvs. var och en som uppfyller lagens och organisationens egna krav skall få delta i clearingen — samt om neutralitet, som innebär att av clearingorganisationen uppställda regler skall tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla medlemmar. Dessa principer bör iakttas även med det utvidgade tillämpningsområde för begreppet clearingverksamhet som utredningen föreslår.

Lagens krav på clearingmedlemmar är allmänt hållna. En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har en betryggande kapitalstyrka och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingen (8 kap. 6 §).

I detta sammanhang skall EG:s regelverk och EES-avtalet beaktas. I avsnitt 3.4 om EG och avsnitt 4.3.3 om bl.a. krav på clearingmedlemmar har redogjorts för investeringstjänstedirektivet (ISD) och kapitalkravsdirektivet (CAD).

Friheten att tillhandahålla tjänster enligt EES-avtalet skall på värdepappersmarknadsområdet omfatta rätten att med stöd av hemlandsauktorisering och hemlandstillsyn bedriva värdepappersrörelse inom EES, antingen via filial eller över landsgränserna utan sådan etablering (cross-border verksamhet). För banker och andra kreditinstitut regleras dessa institut rätt att bedriva värdepappersrörelse av ett direktiv som omfattas av EES-avtalet, nämligen det andra banksamordningsdirektivet 89/646/EEG. För värdepappersbolag har emellertid medlemsländerna i EG haft svårt att komma överens. Först våren 1993 antogs ett direktiv för dessa bolag, rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj om investeringstjänster på värdepappersmarknaden (investeringstjänstedirektivet eller ISD). Nära samband med detta direktiv har rådets direktiv av den 15 mars 1993 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (kapitalkravsdirektivet eller CAD).

Investerings tjänstedirektivet och kapitalkravs direktivet behöver emellertid inte tillämpas förrän den 1 januari 1996. Dessa två direktiv kommer med all sannolikhet att införlivas med EES-avtalet.

Enligt investerings tjänstedirektivet skall värdepappersföretag ("investment firms") med stöd av hemlandsauktorisering och under hemlandstillsyn kunna utföra olika investerings tjänster i övriga medlemsländer via filial i värdlandet eller genom gränsöverskridande verksamhet. Vissa av bestämmelserna i direktivet är tillämpliga även på banker och andra kreditinstitut som bedriver värdepappersrörelse. Detta gäller bl.a. reglerna om medlemskap vid eller tillträde till börser och andra reglerade marknadsplatser samt tillgång till system för clearing och avveckling som är knutna till dessa. Med värdepappersföretag avses fysiska eller juridiska personer som yrkesmässigt tillhandahåller investerings tjänster. Vilka dessa tjänster är och vilka typer av finansiella instrument som tjänsterna kan omfatta anges i direktivet. Till investerings tjänster räknas mottagande och vidarebefordran av kundorder, fullgörande av kundorder annat än för egen räkning, handel för egen räkning, portföljförvaltning och garanterande av emissioner eller placering av sådana. Uppräkningen i direktivet av finansiella instrument omfattar, förutom fondpapper, också terminer, FRA:s, svappar och optioner. Råvaror och derivatinstrument baserade på sådana ingår inte.

För att få bedriva de uppräknade investerings tjänsterna krävs auktorisation i hemlandet och av auktorisationen skall framgå vilken eller vilka investerings tjänster som den omfattar. Auktorisationen kan också omfatta ett antal bitjänster ("non-core services"), bl.a. förvaring och administration av de i direktivet angivna finansiella instrumenten. Dock kan inte auktorisation ges för enbart en eller flera bitjänster. För att få auktorisation krävs bl.a. ett visst minsta startkapital. Detta krav regleras av kapitalkravs direktivet. Med startkapital menas i princip inbetalt eget kapital samt vissa reserver. Kraven på startkapital varierar beroende på vilken typ av verksamhet som bedrivs. För värdepappersföretag som inte hanterar klientmedel och som inte handlar för egen räkning är kravet 50 000 ecu. För företag som hanterar klientmedel och tillhandahåller någon eller några av vissa angivna tjänster men inte handlar för egen räkning eller garanterar emissioner är kravet 125 000 ecu och för övriga 730 000 ecu.

Enligt investerings tjänstedirektivet skall i princip värdepappersföretag, liksom banker och andra kreditinstitut med rätt att driva värdepappersrörelse, ha rätt att bli medlemmar i eller få tillträde till börser och andra reglerade marknadsplatser inom medlemsländerna. Enligt artikel 15 skall ett värdepappersföretag, som av behörig myndighet i hemlandet fått auktorisation för att handla med finansiella instrument för egen och annans räkning, ha rätt, direkt eller indirekt, att bli medlem i eller få tillträde till en reglerad marknad i ett värdland där liknande tjänster utförs. Enligt samma artikel skall ett sådant företag också ha rätt att bli medlem eller få tillgång till clearing- och avvecklingssystem som tillhandahålls medlemmar av den reglerade marknaden. Det skall, enligt ingressen till direktivet, därvid inte ha någon betydelse om clearing- och avvecklingssystemet är separerat från marknaden.

Villkoret för medlemskap eller tillträde är att värdepappersföretaget uppfyller kraven på kapital och hemlandstillsyn enligt kapitalkravsdirektivet. Ett värdland får endast ställa upp ytterligare krav på kapital för förhållanden som inte täcks av bestämmelserna i detta direktiv. För tillträde till clearing- och avvecklingssystem får krävas att företaget uppfyller reglerna och procedurerna för clearing och avveckling. Dessa regler får innehålla bestämmelser för att säkra att åtagandena vid clearing och avveckling kan uppfyllas under förutsättning att reglerna inte är diskriminerande.

Utredningen delar den i förarbetena till den nuvarande bestämmelsen framförda åsikten att det saknas skäl att i lag begränsa medlemskretsen vid clearing- och avvecklingsverksamhet till vissa särskilt angivna aktörer, t.ex. banker och värdepappersbolag eller börsmedlemmar.

Med hänsyn till de risker som föreligger vid clearingverksamhet skulle det kunna övervägas om inte ett högre kapitalkrav egentligen borde krävas för medlemskap i en clearingorganisation än det som gäller för medlemskap på en en börs eller auktoriserad marknadsplats. Investerings-tjänstedirektivet och kapitalkravsdirektivet kommer med stor sannolikhet att påverka vilket krav på kapital som kan ställas på börsmedlemmar som önskar tillträde — direkt eller indirekt — till ett clearing- och avvecklingssystem som betjänar denna marknad. Denna fråga kräver emellertid ytterligare överväganden liksom frågan om vilka regler och procedurer som får ställas upp av en clearingorganisation för att säkerställa deltagarnas åtaganden i clearing. Utredningen har inhämtat att en promemoria som behandlar investeringstjänste- och kapitalkravsdirektivens införlivande med svensk rätt kommer att upprättas inom Finansdepartementet. Med hänsyn härtill och att till direktiven inte behöver tillämpas förrän den 1 januari 1996 lägger utredningen inte fram något eget förslag i denna del. Nuvarande bestämmelse i 8 kap. 6 § lagen om börs- och clearingverksamhet om att en clearingorganisation får som medlem ha endast den som har en betryggande kapitalstyrka bör därför behållas.

Utredningen vill dock i detta sammanhang framhålla följande. Med hänsyn till de särskilda risker som föreligger vid clearing- och avvecklingsverksamhet bör noga övervägas vilka särskilda krav som kan behöva ställas för tillträde till clearing- och avvecklingssystem. Därvid utgör bestämmelser i direktiven om investeringstjänster och kapitalkrav, enligt utredningens bedömning, inte något hinder för att särskilda krav kan ställas upp av en clearingorganisation beträffande säkerheter och garantier för åtagandenas säkerställande. Eventuellt bör den som söker tillträde även kunna åläggas att bidra till tidigare utgifter för systemuppbyggnaden. Något hinder föreligger inte heller att ställa upp krav på teknisk kapacitet, exempelvis på en medlems data- och kommunikationssystem.

Mot bakgrund av de risker som är förenade med clearing- och avvecklingsverksamhet anser utredningen att lämplighetskravet beträffande clearingmedlemmar bör specificeras ytterligare.

I avsnitt 4.3.3 har betonats vikten av att clearingmedlemmar har en *ändamålsenlig organisation av sin verksamhet*, exempelvis vad gäller

back-officeverksamhet. För att en clearingmedlem skall kunna uppfylla sina åtaganden och även ha erforderlig framförhållning för åtagandena i handeln samt vid clearing och avveckling erfordras att medlemmen har system som medger kontinuerlig övervakning av aktuella positioner och exponeringen i handeln med finansiella instrument. Systemen bör vara så konstruerade att kontroll i möjligaste mån kan ske även av de framtida åtagandena i avvecklingsprocessen. Systemen bör givetvis medge kontroll av såväl den egna exponeringen som kundernas exponering. Att sådana system fungerar tillfredställande och kontinuerligt vidareutvecklas utgör en väsentlig faktor för en säker clearing och avveckling.

Den enhet inom medlemsföretaget som hanterar clearingfrågor skall ha nödvändiga rutiner och resurser för att kunna hantera uppkommande problem och risker. Det innebär att den enhet som har ansvaret för riskhanteringen inom ett företag bör ha klara och tydliga befogenheter att agera vid problem. I studien *Derivatives: Practise and Principles* rekommenderas att den ansvariga enheten är åtskild från den enhet som handlar med instrumenten. Inom ett medlemsinstituts organisation måste naturligtvis också finnas erforderlig kompetens för att delta i clearingverksamheten. Vidare uppställs krav på att clearingmedlemmen skall ha väl genomtänkta och dokumenterade *riskhanteringsrutiner* för att förebygga eventuella problem vid clearing och avveckling. Vad som anförts i avsnitt 7.2.2 om hur frågor om riskhanteringen och ansvaret för riskhanteringen bör hanteras i ett institut är enligt utredningen tillämpligt även på clearingmedlemmar. Slutligen skall medlemmen ha *säkra tekniska system* såsom data- och kommunikationssystem. Enligt utredningens bedömning bör lämplighetskravet specificeras på så sätt att dessa krav lagfästs.

En mycket viktigt fråga vid clearing och avveckling är övervakningen av clearingmedlemmarna och ansvaret för övervakningen. Denna övervakning bör omfatta bl.a. följande områden.

- Clearingmedlemmens finansiella styrka.
- Clearingmedlemmens organisation av verksamheten.
- Clearingmedlemmens exponering i handeln.
- Clearingmedlemmens riskhanteringsrutiner.
- Clearingmedlemmens tekniska system.

Vid clearing och avveckling bör samtliga intressenter ha incitament att fortlöpande bevaka såväl motparter som clearingorganisationer. Vidare måste självfallet clearingorganisationer kontinuerligt övervaka sina medlemmar i nu aktuella hänseenden. Slutligen har med hänsyn till den centrala roll clearing och avveckling intar på värdepappersmarknaden självfallet de övervakande myndigheterna skäl att noga bevaka hanteringen av clearing- och avvecklingsfrågor.

Hur detta ansvar skall fördelas beror på hur clearingverksamheten är organiserad. Vid clearing och avveckling med en clearingorganisation som går in som central motpart eller garant vilar självklart en väsentlig del av ansvaret på denna organisation. En sådan organisation har ett starkare incitament att kontrollera medlemmarna än en clearingorganisation som i praktiken inte tar någon egen ekonomisk risk vid själva clearing- och avvecklingen. I det förstnämnda fallet kan clearingorganisa-

tionen för att minska riskerna t.ex. sätta gränser för vilka positioner en part kan ta vid clearingen och avvecklingen. Clearingorganisationen kan också genom regler för hur eventuella förluster skall fördelas mellan den och medlemmarna skapa incitament för medlemmarna att kontinuerligt pröva motparternas kreditvärdighet.

I ett clearingsystem som inte har en central motpart eller garant bör det stå klart för deltagarna att dessa fullt ut bär ansvaret för motparts-riskerna. Deltagarna i ett sådant system måste kontinuerligt företa erforderlig kreditprövning och systemets uppbyggnad eller organisation får inte minska eller skymma deltagarnas incitament i denna del. I sådana system bör också förebyggas att ofullkomlighet i systemet utnyttjas.

Givetvis måste clearingorganisationen kontinuerligt övervaka medlemmarnas finansiella styrka och i avtal tillförsäkra sig information från medlemmarna i detta avseende. Clearingorganisationen bör vidare såväl vid ansökan om medlemskap som fortlöpande kontrollera en medlems organisation, riskhanteringsrutiner och tekniska system. Det är därvid självfallet av vikt att organisationen i avtal tillförsäkrar sig sådan rätt. Utredningen vill i detta sammanhang peka på att det i vissa fall kan vara lämpligt att en medlemskapsansökan åtföljs av ett intyg rörande systemens tillförlitlighet från en fristående konsultfirma med erfarenhet av data- och kommunikationssystem samt av de särskilda krav som föreligger vid clearing- och avvecklingsverksamhet.

Det bör i detta sammanhang observeras att investeringstjänstedirektivet inte uppställer hinder för en centralbank att själv välja sina motparter på grundval av objektiva och icke diskriminerande kriterier. Den avveckling som sker över konton i Riksbanken inom ramen för VPC:s likvidhantlingsrutiner torde alltså utifrån direktivreglerna kunna ske under nuvarande former.

Enligt 9 kap. 2 § gäller i princip att clearingorganisationen är skyldig att se till att det vid clearingen ställs säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består. Föreskriften är utformad med sikte på clearing av optioner och terminer. Vid regelns tillkomst uttalade det föredragande statsrådet att det var tveksamt om det vid handeln med optioner och terminer existerar kunder som inte är förenade med vare sig kredit-, leverans- eller annan risk och att säkerhetskravet fick anses utgöra en betydelsefull grundregel som ytterst syftar till att bevara det finansiella systemets stabilitet (prop. 1990/91:142 s. 96 och 97). Det ansågs emellertid inte lämpligt att i lag införa en undantagslös regel och således skapa ett system utan någon som helst flexibilitet. Det infördes därför en möjlighet att efterge kravet på säkerhet (a.prop.s. 97). Denna undantagsregel återfinns numera i 9 kap. 3 § lagen om börs- och clearingverksamhet. För befrielse krävs att det är uppenbart att säkerhet inte erfordras och att ett beslut om befrielse har godkänts av Finansinspektionen.

Som framgår av avsnitt 7.1 föreslår utredningen att reglerna om clearing och avveckling skall omfatta finansiella instrument, dvs. såväl avistainstrument som andra derivatprodukter än terminer och optioner, samt betalningsförpliktelser. Utredningens föreslår också en viss ut-

vidgning av vilka former av clearing- och avvecklingsverksamhet som kräver auktorisation.

Att en clearingorganisation går in som central motpart är det helt dominerande systemet för clearing och avveckling av sådana optioner och terminer som handlas på en derivatbörs. Detta förfarande tillämpas av OM och det var också tänkt att PmC vid handeln med derivatprodukter på penning- och obligationsmarknaden skulle inträda som part i affärerna (se bl.a. prop. 1990/91:142 s. 93). Vid den s.k. OTC-handeln med derivatprodukter sker för närvarande clearingen internationellt vanligen direkt mellan parterna utan biträde av någon clearingorganisation. Samma förfarande tillämpas inom valutahandeln.

Den internationella bilden är väsentligt mer splittrad beträffande formerna för clearing och avveckling av avistainstrument, t.ex. aktier och obligationer. Clearing och avveckling av såväl leveransåtaganden som betalningsförpliktelser kan ske genom ett och samma institut men det är också vanligt förekommande att leveranserna av de finansiella instrumenten sker i en organisation medan det andra ledet, betalningsförpliktelserna, avvecklas via banksektorn eller direkt i centralbanksclearingen. De skilda modellerna för clearing och avveckling kan innefatta olika former av åtaganden från clearingorganisationernas sida och risker för verksamheten (se t.ex. modellerna i avsnitt 4.3.1). Ett exempel på ett sådant åtagande är att organisationen, i likhet med vad som var avsikten i PmC-systemet för avistainstrument, från en viss tidpunkt garanterar affären. Det är också internationellt sett relativt vanligt att en clearingorganisation för att underlätta avvecklingen förmedlar lån av finansiella instrument eller tillhandahåller kreditfaciliteter.

Det har inte framkommit något under utredningens arbete som ger anledning att ompröva regeln i 9 kap. 2 § för en sådan clearingorganisation som inträder som part i handeln eller garanterar förpliktelserna. För bibehållande av detta säkerhetskrav talar också den centrala roll en sådan organisation intar på värdepappersmarknaden. Därtill kommer att ett fallissemang för en sådan organisation kan få svåra konsekvenser för marknaden och följderna därav i värsta fall kan sprida sig i det finansiella systemet. För en sådan clearingorganisation bör även fortsättningsvis nämnda regel i huvudsak gälla.

Beträffande övriga former av clearingverksamhet kan, med hänsyn till de skilda former av sådan verksamhet som kan förekomma, en lika kategorisk regel inte rimligen gälla. I fråga om sådan clearing bör föreskrivas att säkerhet skall ställas i den utsträckning som behövs. En sådan regel i förening med rätten för tillsynsmyndigheten att meddela närmare föreskrifter om säkerhetskravet är enligt utredningens bedömning ett ändamålsenligt sätt att reglera övriga former av clearingverksamhet utan att lägga hinder för nytillkommande former av sådan verksamhet.

7.4 Tillsyn

Redan av det förut anförda följer att det även beträffande en clearingverksamhet som faller under den utvidgade definition som utredningen föreslår bör gälla att verksamheten, liksom avvecklingsverksamhet,

kräver tillstånd av Finansinspektionen och står under inspektionens tillsyn. Tillsynen blir en grannlaga uppgift i synnerhet när det gäller bedömningen av förekommande riskhanteringssystem, eftersom detta är ett område där olika uppfattningar ofta gör sig gällande.

Utredningen har i avsnitt 7.2 påpekat behovet av att en clearingorganisation till tillsynsmyndigheterna rapporteras alla väsentliga förändringar av verksamheten, t.ex. när en clearingorganisation vidtar väsentliga ändringar av ett befintligt system eller byter till ett nytt system eller inför nya rutiner för riskhanteringen. Värdepappersmarknaden och i synnerhet clearing- och avvecklingsverksamheten kännetecknas för närvarande av en hög utvecklingstakt och stor innovationsförmåga. Internationaliseringen, nya tekniska system och nya rön avseende riskhanteringen kommer med all sannolikhet medföra att behov av att kontinuerligt uppdatera rutinerna och systemen vid clearing- och avvecklingsverksamhet. Sådana ändringar kan ha stor inverkan på säkerheten i verksamheten. Tillsynsmyndigheten kan därför behöva göra en ingående granskning av de föreslagna ändringarna. En sådan granskning kan liksom vid tillståndsprövningen medföra behov för myndigheten att uppdra åt t.ex. en konsult att utreda en fråga som kräver särskild sakkunskap. Den kostnad som därvid uppstår och är omedelbart hänförlig till väsentliga förändringar av system eller rutiner som är kritiska för avvecklingen hos en clearingorganisation bör enligt utredningens mening betalas direkt av organisationen i fråga.

Nu berörda fråga skulle också kunna lösas på så sätt att företaget ålades att inkomma med yttrande i denna fråga från någon med särskild sakkunskap. Vikten av ett objektivt och neutralt yttrande talar emellertid för att tillsynsmyndigheten är uppdragsgivare.

Utredningen vill också peka på möjligheten att inspektionen i varje fall när det gäller verksamhet av stor omfattning ställer krav på att riskhanteringssystemen skall ha granskats av en internationellt verksam konsult. Detta är av värde även med hänsyn till angelägenheten av att i Sverige förekommande clearingsystem åtnjuter förtroende i främmande länder.

7.5 Nettning

Som framgår av det föregående (avsnitt 4.3.5) är nettning ett omdiskuterat ämne. Betydelsen av nettning i olika sammanhang för säkerheten i den internationella värdepappers- och valutahandeln har framhållits i bl.a. rapporterna från G 10-länderna och även från deltagarna i denna handel. I avsnitt 4.3.5 har redogjorts för fördelarna med ett väl fungerande nettningssystem. Sådana system kan bidra till att öka säkerheten och effektiviteten vid handeln på de finansiella marknaderna och att minska kostnaderna för de deltagande aktörerna. Det är därför befogat att diskutera frågan om man även för svensk del behöver ge nettning uttryckligt stöd i lagstiftningen eller om gällande civilrättsliga regler och principer är tillräckliga.

Den från anglosaxisk terminologi hämtade termen "netting" innebär som förut har framgått utjämning av leverans- och betalningsförpliktelser

antingen mellan två parter (bilateral nettning) eller mellan flera parter (multilateral nettning). Leveransförpliktelserna avser vanligen finansiella instrument men kan också avse exempelvis valuta.

Nyanterna när termen nettning används kan variera något. Någon skarp gräns mellan nettning och begreppet clearing finns inte — i grunden är det fråga om samma eller i varje fall likartade förfaranden. Det bör redan här anmärkas att enligt utredningens mening nettning inte behöver införas som en ny term i lagstiftningen.

Kännetecknande för nettning i de former som här är av intresse är till en början att det är fråga om en rättshandling som på parternas vägnar normalt företas av ett särskilt organ, vanligen en clearingorganisation. Det synes alldeles klart att detta förhållande i sig — under förutsättning att organet har ett av parterna i vederbörlig ordning lämnat uppdrag — inte kan föranleda någon tvekan angående nettningens juridiska verkningar. Vanliga principer om syssломannauppdrag måste bli tillämpliga, vilket innebär att en av clearingorganisationen företagen rättshandling blir bindande för parterna i den mån organisationen handlar inom ramen för sitt uppdrag eller den genomförda nettningen åtminstone bekräftas av parterna vid avvecklingsprocessens slut.

Med denna utgångspunkt blir *bilateral nettning* rättsligt att betrakta på samma sätt som ett kvittningsförfarande. Det slag av kvittning som det här är fråga om kan visserligen gälla inte bara betalningsförpliktelser utan också skyldighet att leverera finansiella instrument. Leveransförpliktelser nettas emellertid i princip bara under förutsättning att det är fråga om vad man brukar kalla fungibla (utbytbara) prestationer. Samma principer som gäller i fråga om kvittning av betalningsförpliktelser måste därför gälla även beträffande leveransförpliktelserna. Någon tvekan kan alltså inte råda om att, sedan nettningen väl är genomförd, de mot varandra avräknade prestationerna skall anses vara slutgiltigt fullgjorda genom nettningen och att denna principiellt sett inte kan brytas i efterhand. Till frågan om återvinning för det fall någon av parterna skulle försättas i konkurs återkommer utredningen strax.

Multilateral nettning utgör rättshandlingar av mera okonventionellt slag så till vida att avräkning av betalnings- och leveransförpliktelser kan ske även mellan parter som inte står i något rättsförhållande till varandra på annat sätt än att de deltar i samma clearingförfarande. Detta synes emellertid inte kunna medföra någon principiell skillnad från de synpunkter som här är av intresse, eftersom parterna förutsätts ha avtalat om att deras förpliktelser och fordringar skall utjämnas på detta sätt.

Även när multilateral nettning har genomförts måste principen alltså vara att de prestationer som har avräknats mot varandra skall anses vara slutgiltigt fullgjorda på samma sätt som när konventionell kvittning har företagits. Också här är givetvis en förutsättning att det mellan de i clearingens deltagande parterna föreligger en grundläggande överenskomelse som ger clearingorganisationen befogenhet att på parternas vägnar genomföra ett kvittningsförfarande eller att denna befogenhet grundas omedelbart på lagstiftningen (jfr 9 kap. 2 § i den numera upphävida lagen om penningmarknadskonton).

I fråga om multilateral nettning får från det anförda göras en reservation för det fall att nettningssystemet *inte* innebär att clearingorganisationen inträder som part genom substitution och novation (jfr avsnitt 4 ovan). Äger sådant partsinträde inte rum, får en överenskommelse om nettning, åtminstone om inte annat skulle vara uttryckligen avtalat, anses vila på den förutsättningen att samtliga de prestationer som hänför sig till samma avvecklingsprocess som nettningen och som kvarstår när denna är genomförd blir fullgjorda.

Om någon av parterna visar sig ur stånd att infria sina efter nettningen kvarstående förpliktelser och dessa ej heller kan fullgöras genom att ställda säkerheter eller garantier tas i anspråk, synes i enlighet härmed nettningen såvitt rör den parten normalt få anses sakna verkan, med följd att s.k. backning måste äga rum åtminstone partiellt. I annat fall skulle nämligen konsekvensen kunna bli att sådana parter som genom nettningen erhållit likvid för sina fordringar ej kommer att beröras av fallissemang medan bördan av detta mer eller mindre slumpmässigt får bäras av dem som efter förfarandet har kvarstående fordringar som svarar mot förpliktelser på den försumlige partens sida.

Det problem som har antytts nu saknar aktualitet för det fall att systemet innebär att clearingorganisationen inträder som part i de olika avtalen, givetvis under förutsättning att clearingorganisationen i sin tur kan fullgöra förpliktelserna. Huvudsyftet med clearingorganisationens partsinträde är nämligen just att den skall ta på sig risken för oförmåga till betalning eller leverans hos någon av de i clearingens deltagande parterna. Och som redan har antytts uppkommer problemet inte heller i den mån en parts förpliktelser kan infrias genom att garantier eller säkerheter tas i anspråk eller någon annan liknande mekanism finns inbyggd i clearingförfarandet för att säkerställa att parternas åtaganden blir fullgjorda. Så t.ex. innebär likvidhanteringsrutinen i VP-systemet för aktiemarknaden, inom vars ram betalningsförpliktelser nettas, att konförende institut som inte är banker måste ha en garanti från en likvidbank — dvs. en bank med dragningsrätt i riksbanken — som täcker varje likviddags nettolikvid (jfr prop. 1988/89:152 s.156 ff).

Nettningens civilrättsliga verkningar inträder naturligtvis först i och med att denna blir definitiv. När så blir fallet är beroende av hur clearingen är organiserad. Tillämpas exempelvis den i det föregående under 4.3.2 beskrivna modell 3 blir nettningen definitiv först i samband med att de finansiella instrument och likvider som svarar mot kvarstående förpliktelser överförs vid avvecklingsprocessens slut.

Oftast sker emellertid nettningen fortlöpande med daglig uträkning av deltagarnas positioner. Den utjämning av förpliktelser som då äger rum dag för dag får i princip samma innebörd som avräkning inom ramen för ett kontokurantförfarande. Sådan avräkning brukar rättsligt anses vara att jämställa med eller att betrakta som betalning (jfr rättsfallet NJA 1988 s. 149 och där åberopad litteratur). Det saknar emellertid betydelse huruvida man i dessa fall anser att det är fråga om betalning eller kvittning, eftersom de tillämpliga civilrättsliga principerna under alla förhållanden leder till samma resultat.

Av den till grund för nettningen liggande överenskommelsen får det i de fall som nu senast berörts förutsättas framgå när nettningen för varje dag blir definitiv. Kvittning resp. betalning får då anses ha skett från och med denna tidpunkt. Det förekommer emellertid också att man tillämpar det synsättet att varje ny transaktion innebär att samtliga avtal genom novation ersätts med nya. I realiteten innebär detta att nettningen sker omedelbart, något som givetvis förutsätter ett avancerat elektroniskt system. I den mån de avtal som ligger till grund för nettningen med erforderlig tydlighet anger när nettningen blir definitiv, kan det från rättslig synpunkt inte möta något hinder att låta avtalen få avsedd verkan både mellan parterna och i förhållande till tredje man.

Vad som hittills har sagts har huvudsakligen haft tillämpning på sådan nettning som avser avistainstrument och betalning för sådana instrument. Är det fråga om framtida förpliktelser, t.ex. terminer, blir förfarandet givetvis mera komplicerat men principen måste vara densamma. Givetvis förutsätts även i dessa fall att de grundläggande avtalen är tillräckligt tydliga i fråga om nettningens verkningar.

De rättsverkningar av nettning som hittills i all korthet har berörts utgör konsekvenser av de bakomliggande avtalen och synes inte behöva något uttryckligt stöd i lagstiftningen. En lagstiftning som på samma sätt som den amerikanska i princip skulle inskränka sig till att stipulera att en viss form av avtal är bindande synes också avvika från svensk lagstiftningsteknik och även av andra skäl vara mindre ändamålsenlig för vår del, detta inte minst med hänsyn till risken för motsatsslut.

Det finns emellertid anledning att också beröra frågan om hur rättsläget gestaltar sig för det fall att någon av parterna i anslutning till nettningen skulle försättas i konkurs. Då inskränker sig inte komplikationerna till dem som alltid uppstår när en i ett clearingförfarande deltagande part inte kan fullgöra sina förpliktelser. Dessutom äger ett partsbyte rum genom att konkursboet inträder i partens rättigheter, och därtill gäller att konkurboet kan ha möjlighet att påkalla återvinning av rättshandlingar som parten har företagit.

I fråga om nettning som har blivit definitiv före konkursutbrottet saknar uppenbarligen konkursboet möjlighet att återbryta nettningen på annat sätt än genom att påkalla återvinning till konkursboet. Återvinning av kvittning följer samma regler som återvinning av betalning (4 kap. 10 § konkurslagen) och denna princip får anses vara tillämplig även vid multilateral nettning på det sättet att konkursboet har samma möjlighet att återvinna en genom nettningen avräknad fordran som om fordringen i stället hade betalats på konventionellt sätt. I de sammanhang som här är i fråga får vidare normalt anses gälla att även leverans av finansiella instrument till fullgörande av en avtalad förpliktelse är att jämställa med betalning och följaktligen kan återvinnas under samma förutsättningar som dem som gäller för betalning (jfr det nyssnämnda rättsfallet NJA 1988 s. 149 och där åberopad litteratur).

Inte desto mindre torde i den situation som nu diskuteras konkurboets möjligheter att påkalla återvinning vara mycket små. Som regel gäller nämligen att återvinning inte kan komma i fråga om gäldenären har tillförts ett fullgott vederlag för sin egen prestation. Flertalet av åter-

vinningsbestämmelserna förutsätter i detta hänseende att nackdel för borgenärerna eller för någon eller några av dem skall vara en omedelbar följd av den rättshandling som är i fråga. Så anses inte vara förhållandet om exempelvis gäldenären har sålt finansiella instrument till normal kurs, och detta oberoende av om kursen därefter har stigit så att boet skulle göra en vinst på transaktionens återgång (se t.ex. Welamson, Konkurs, 8 uppl. s. 61). Dessutom gäller för övrigt att sedvanliga transaktioner inom ett kontokurantförhållande anses utgöra ordinära betalningar, varför återvinning är utesluten även av det skälet. Men skulle gäldenären ha sålt fondpapper till sådan underkurs att det i realiteten är fråga om en förtäckt gåva kan naturligtvis återvinning äga rum liksom också vid vissa andra uppenbart illojala transaktioner.

Återvinning kan ske också i det fallet att en rättshandling rubbar förhållandet mellan olika borgenärer eller grupper av borgenärer. Så kan vara fallet exempelvis om egendom som omfattas av företagshypotek avyttras för ett vederlag, som visserligen är fullgott men ur vilket den borgenär som haft hypoteket som säkerhet får endast oprioriterad utdelning. Eftersom finansiella instrument inte omfattas av företagshypotek är emellertid detta inte någon praktisk situation i de sammanhang som här diskuteras. Ett betydligt mera praktiskt exempel på fall då en rättshandling rubbar förhållandet mellan borgenärerna inbördes är att egendom lämnas som säkerhet för en skuld i ett fall då den inte var betingad när skulden uppstod eller inte har överlämnats utan dröjsmål efter skuldens tillkomst och på detta sätt undandras övriga borgenärer. Då gäller i princip att säkerheten kan återvinnas, om den överlämnats senare än tre månader före dagen för konkursansökan (4 kap. 12 § konkurslagen). Detta har emellertid inte något direkt sammanhang med frågan om nettningens rättsverkningar.

Någon ändring i de principer som hittills har berörts angående rättsverkningarna av nettning är enligt utredningens mening inte påkallad. I princip gäller att nettning utgör resultatet av en avtalskonstruktion som inte kan angripas under andra förutsättningar än sådana som i allmänhet gäller inom förmögenhets- och sakrätten och att det inte finns tillräckliga skäl för några specialregler.

Till det anförda får emellertid göras en reservation. Ett problem som måste uppmärksammas särskilt för fall då någon av deltagarna i ett nettning- eller clearingförfarande kommer i konkurs är konkursboets ställning i fråga om skyldigheten att fullgöra framtida förpliktelser.

Ett konkursbo har inte någon skyldighet och normalt inte heller någon möjlighet att fullgöra samtliga gäldenärens åtaganden. Detta betyder emellertid inte att konkursboet saknar rätt att inträda i ett avtal genom att överta konkursgäldenärens rättigheter och förpliktelser. I 63 § första stycket köplagen — som i princip är tillämpligt vid sådana affärer som här är av intresse — föreskrivs uttryckligen att konkursboet har en sådan inträdesrätt, låt vara att boet om det begärs är skyldigt att ge besked inom skälig tid och även att ställa säkerhet.

Mot bakgrund av den princip som sålunda gäller i fråga om konkursboets inträdesrätt riskerar övriga deltagare i clearingens att konkursförvaltaren för att ta tillvara borgenärernas intressen väljer att slutföra

de affärer som han bedömer lända boet till fördel men annullerar de övriga, dvs. vad som brukar benämnas "cherry-picking". För de övriga deltagarna i clearingförfarandet och för systemet som sådant kan härigenom mycket svårlösta situationer uppstå. För att problem av detta slag skall motverkas är det särskilt i internationella standardavtal vanligt att man i en eller annan form tar in en klausul som innebär att ingen deltagares konkursbo skall ha rätt att delta i förfarandet, dvs. att slutavräkning gentemot konkursboet/konkursgäldenären skall ske per konkursdagen eller föregående dag (s.k. Close-out Agreement).

Frågan om en sådan överenskommelse är giltig enligt svensk rätt är svårbedömd. Överenskommelser av detta slag förekommer i praktiken i många olika sammanhang, inte bara när det gäller köp utan också i leasing- och entreprenadförhållanden. Till stöd för att ett avtal enligt vilket konkursboet skulle sakna inträdesrätt binder boet brukar åberopas att köplagen enligt dess 3 § är dispositiv och att det är fråga om byte av part i ett avtalsförhållande. Mot denna uppfattning hävdas att det i grunden rör sig om ett sakrättsligt spörsmål beträffande vilket parterna i ett avtalsförhållande enligt vanliga principer saknar frihet att avtala med giltighet mot tredje man. I förarbetena till köplagen lämnas frågan öppen. Här kan hänvisas till Möller, Konkurs och kontrakt, s. 58 ff, samt Håstad, Sakrätt, 4 uppl. 1990 s. 315 f. och Den nya köprätten, 3 uppl. 1993 s. 183 med övrig där anförd litteratur.

Enligt utredningens mening talar beaktansvärda skäl till förmån för uppfattningen att ett avtal av ifrågavarande konstruktion normalt är bindande för konkursboet. Frågan är emellertid så pass svårbedömd att det är omöjligt att generellt sett hävda att den ena eller andra meningen måste vara den enda riktiga; möjligen kan olika lösningar tänkas vara tillämpliga på skilda typer av avtal. I cleraringsammanhang är skälen för att avtal av nu avsett slag skall anses gälla mot konkursboet särskilt starka med hänsyn till att det i praktiken är fråga om avtalskomplex från vilket partiellt utträde inte rimligen bör få vara möjligt. Även om utredningen alltså hyser uppfattningen att avtal av ifrågavarande slag enligt gällande rätt kan förutsättas vara bindande för konkursboet, är det uppenbart att man från svensk sida inte minst i internationella förhållanden måste ha en alldeles säker uppfattning i frågan. I avsaknad av något vägledande rättsfall från Högsta domstolen kan en sådan säkerhet inte åstadkommas utan lagstiftning.

När det gäller att ta ställning till hur en regel i ämnet bör utformas i sak anser utredningen att det inte finns anledning att avtal av nu aktuellt slag skall fränkännas giltighet. Detta gäller oavsett hur den aktuella rättsfrågan kan vara att bedöma i andra sammanhang. Man får hålla i minnet att köplagens generella och eventuellt dispositiva regel är skriven med tanke på fall då det i princip rör sig om *en* specifik transaktion. När det som i clearingsammanhang gäller ett stort antal transaktioner som står mot varandra blir köplagens princip inte lika naturlig: den inbjuder till cherry-picking av förut nämnt slag.

Utredningen föreslår på grund av det anförda en regel av det innehållet att ett förbehåll i en clearingöverenskommelse om att en clearingmedlems eller clearingorganisationens konkursbo inte skall få delta i

fortsatt utjämning av förpliktelser gäller mot konkursboet. Det bör än en gång framhållas att utredningen härigenom inte tar ställning till frågan om 63 § köplagen i andra sammanhang skall anses dispositiv eller inte: den föreslagna regeln får alltså inte läsas motsatsvis.

Innebörden av den förordade regeln är att, om ett avtal av nämnt slag föreligger, konkursboet inte får delta i clearingverksamheten eller att avräkning av utestående förpliktelser skall ske.

Eftersom det kan vara vanskligt att göra avräkningen per konkursdagen — tidpunkten på dagen för konkursen kan då få betydelse — avses regeln ge utrymme även för avtal som innebär att en avräkning görs med utgångspunkt i förhållandena dagen före konkursdagen.

Den fråga som nu har behandlats har i princip samma betydelse när det är fråga om bilaterala nettningsöverenskommelser som träffas utan medverkan av någon clearingorganisation. Då föreligger med utredningens definition inte någon clearingverksamhet. Även i dessa fall föreligger emellertid en betydande osäkerhet om giltigheten av en close out-överenskommelse. Utredningen anser övervägande skäl tala för att även denna fråga blir föremål för reglering och kan inte se några avgörande hinder mot att det sker i samma bestämmelse. Lösningen bör givetvis vara densamma som när avtalet träffats under medverkan av en clearingorganisation.

Spörsmålet om den lagtekniska placeringen av en sådan regel kan vara föremål för delade meningar. I grunden gäller det en köprättslig fråga, något som skulle kunna synas tala för att regeln bör tas in i köplagen, och även konkurslagen skulle kunna vara ett alternativ. Utredningen anser dock att det här är fråga om en bestämmelse rörande ett så pass specifikt rättsområde att inte något av dessa centrala lagverk bör belastas med en regel i ämnet. I stället förordas att bestämmelsen tas in i lagen om börs- och clearingverksamhet. Den förordade lagändringen betraktas av marknaden som brådslande.

För säkerheten vid nettningsöverenskommelser skulle det vara en ytterligare fördel om konkurslagen kompletterades med en bestämmelse om hur tidpunkten på dagen för ett konkursbeslut skall fastställas liksom med en regel som uttryckligen anger att kvittning i konkurs skall anses ske per konkursdagen, en ordning som ansetts gälla enligt doktrinen. Utredningen har emellertid ansett det falla utanför utredningens uppdrag att föreslå ändringar i konkurslagen.

7.6 Vissa frågor om legal panträtt

7.6.1 Inledning

I detta avsnitt tar utredningen upp vissa frågor om legala panträtter som har aktualiserats under diskussionerna angående möjligheterna att förbättra säkerheten vid clearing och avveckling. Först behandlas vissa frågor om kommissionspant i finansiella instrument. Därefter föreslås en delvis ny form av legal panträtt, som i diskussionerna har brukat benämnas förvärvspant och som var föremål för reglering redan i den numera upphävda lagstiftningen om penningmarknadskonton. Även be-

träffande dessa frågor gäller att de betraktas som brådskande från marknadens synpunkt.

7.6.2 Kommissionspant i finansiella instrument

En försäljningskommissionär har enligt 31 § kommissionslagen panträtt i den egendom som har lämnats till honom för försäljning för sådana fordringar mot kommittenten som han kan ha på grund av uppdraget. Normalt förutsätter denna legala panträtt att kommissionären har egendomen i sin besittning. I fråga om finansiella instrument som registreras enligt aktiekontolagen kan besittning i egentlig mening inte förekomma. Beträffande sådana instrument krävs enligt andra stycket i nämnda lagrum i stället att panträtten registreras enligt aktiekontolagen för att kommissionärens legala panträtt skall uppkomma.

Motsvarande panträtt gäller enligt 36 § för en inköpskommissionär i gods som denne har köpt in för kommittentens räkning.

Den berörda regleringen har vållat osäkerhet i praktiken när det gäller förvaltarregistrerade instrument. Registrering av bl.a. panträtt skall nämligen inte ske på aktiekonto utan genom bokföringsåtgärder hos förvaltaren. Panträtten uppkommer i stället genom denuntiatio av förvaltaren (se 2 kap. 3 § 9 och 8 kap. 3 § samt prop. 1988/89:152 s. 120). Underrättas förvaltaren om att instrumentet har pantsatts, inträder sålunda enligt 8 kap. 5 § andra stycket aktiekontolagen samma rättsverkningar som om pantsättningen hade registrerats i avstämningsregister.

Det får visserligen förutsättas att sistnämnda regel i aktiekontolagen inte tar sikte på fall då förvaltaren själv skall tillförsäkras panträtt. I ett sådant fall måste i enlighet med vanliga civilrättsliga principer själva pantförskrivningen vara tillräcklig, eftersom förvaltaren inte på något meningsfullt sätt kan åläggas att underrätta sig själv.

Kvar står emellertid att 31 § kommissionslagen uttryckligen kräver registrering enligt aktiekontolagen för att kommissionspant skall uppkomma, och motiven (bl.a. prop. 1988/89:152 s. 142) talar i samma riktning. Det är möjligt att man skall uppfatta föreskriften så att den inte gäller i fråga om förvaltarregistrerade instrument, men detta är ingalunda säkert.

Kommissionspant har av flera skäl minskat i betydelse inom ramen för värdepappershandeln på senare tid, dels på grund av att affärerna i allt större utsträckning görs i fast räkning, dvs. genom köp från värdepappersinstitutets eget lager, dels därför att det är förenat med praktiska svårigheter att registrera sådan pant i det kontobaserade systemet. Genomförs det förslag om panträtt i förvävsobjekt i samband med clearing och avveckling som utredningen lägger fram i avsnitt 7.6.3 reduceras den praktiska vikten ytterligare. Men den legala panträtten vid kommission har likväl fortfarande väsentlig betydelse och måste givetvis kunna förekomma även i fråga om förvaltarregistrerade instrument.

Som har påpekats i den juridiska litteraturen (se Håstad, Den nya köprätten, 3 uppl. 1993 s. 301) måste intresserade borgenärer och andra rättighetsinnehavare när det gäller förvaltarregistrerade instrument alltid räkna med att det kan finnas panträtter som inte framgår av avstämningsregistret utan endast av förvaltarens bokföring. Även den legala

panträtten enligt kommissionslagen bör därför enligt utredningens mening gälla utan någon registrering enligt aktiekontolagen, när de finansiella instrumenten är förvaltarregistrerade. Utredningen förordar att kommissionslagen ändras på sådant sätt att detta uttryckligen framgår.

Men kommissionspanträtten påkallar uppmärksamhet även i andra avseenden med hänsyn till den betydelse den kan få i clearing- och avvecklingssammanhang. Till en början kan frågan ställas vid vilken tidpunkt panträtten skall anses uppkomma när det gäller rättigheter som registreras enligt aktiekontolagen.

När ett konföörande institut, som i egenskap av kommissionär har köpt finansiella instrument för en placerares räkning, har registrerat placerarens förvärv av instrumenten i den dagliga journalen och systemet har stängts, är det konföörande institutet enligt nuvarande ordning bundet av affären utan att institutet som regel har fått någon likvid. Det konföörande institutet är i den angivna situationen sålunda betalnings-skyldigt gentemot placerarens motpart redan vid tidpunkten för anteckningen i den dagliga journalen. Legalpanträtten i instrumenten bör då anses uppstå samtidigt och kan i den dagliga journalen registreras på samma gång som förvärvet. Enligt 6 kap. 4 och 5 §§ inträder rättsverkningarna av registreringen omedelbart genom denna registrering i den dagliga journalen och panträtten måste äga företräde även framför överlåtelser och pantsättningar som har skett från förvärvarens sida med samma likviddag.

Eftersom det således kan vara av största betydelse att registrering av legalpanträtten sker samtidigt som kommittentens förvärv registreras är det i och för sig önskvärt att föreliggande praktiska svårigheter att registrera kommissionspant så långt möjligt undanröjs, något som torde förutsätta att en automatik på lämpligt sätt arbetas in i systemet. Redan enligt de nuvarande rutinerna gäller att man av registreringen i den dagliga journalen kan se att ett förvärv skett genom köp, men det framgår för närvarande inte om ett kommissionsförhållande förelegat. De största svårigheterna torde emellertid hänföra sig till metoden för att avföra anteckningarna om kommissionspant efter hand som placerarna erlägger betalning på olika sätt.

Det finns emellertid anledning att ställa frågan om det i alla lägen skall vara nödvändigt att registrering sker, om det — såsom vanligen är fallet — är det konföörande institutet som är kommissionär. Med hänsyn till att detta institut är behörigt att verkställa registreringar på kontot, har institutet i praktiken en ställning som påminner om den som föreligger för någon som har besittning till fysiska dokument.

Rättsligt sett gäller att det konföörande institutet när som helst kan registrera sin kommissionspanträtt, men av praktiska skäl är det, åtminstone som det kontobaserade systemet för närvarande är utformat, knappast möjligt att kommissionspanträtten mera regelmässigt kan registreras förrän någon timme efter det att kommittentens förvärv registrerats på aktiekonto. Eftersom kommissionslagens regel jämställer registrering med besittning, skulle det kunna hävdas att legalpanträtten i så fall uppkommer först i och med registreringen, något som kan få betydelse inte minst i återvinningssammanhang.

För att systemet inte skall bli alltför tungrovt vill utredningen förorda en ordning som innebär att kommissionspanträtt tillkommande det konföörande institutet gäller utan att registrering behöver ske. Registreras emellertid en överlåtelse eller en pantsättning innan det konföörande institutet hunnit registrera legalpanträtten bör naturligtvis dock den första registreringen ha företräde. Detsamma gäller om en utmätning av de finansiella instrumenten registreras. Men skulle kommittenten gå i konkurs bör legalpanträtten oberoende av om den hunnit registreras vara bibehållen, alltjämt under förutsättning att inte någon tidigare registrering skett.

Likvidutväxlingen sker i VP-systemet över riksbanksclearing, varvid det konföörande institutet, om institutet inte självt är clearingbank, måste utnyttja en sådan bank som likvidbank. Likvidbanken förbinder sig på likviddagens morgon med oåterkallelig verkan att erlægga betalning för det konföörande institutets räkning. För detta kräver likvidbanken säkerhet, men det konföörande institutet kan därvid för närvarande inte använda sina kommissionspanter som säkerhet. Tanken på en sådan ordning avvisades i propositionen om kontobaserat aktiesystem (prop. 1988/89:152 s. 162) med följande motivering:

"Det kunde --- vara naturligt att en likvidbank fick möjlighet att erhålla panträtt i de rättigheter (aktier m.m.) som banken garanterat betalning för. En sådan panträtt skulle naturligtvis bara kunna göras gällande i aktier m.m. som inte betalats av slutkunden. Så snart denne betalat sin kommissionär måste panträtten upphöra. Med hänsyn till de praktiska svårigheter som kan förutses i att tillämpa denna panträtt föreslår jag emellertid inte någon bestämmelse om legal panträtt för likvidbank."

Utredningen instämmer i detta uttalande så till vida att det av flera skäl synes mindre lämpligt att konstruera en rätt för likvidbanken av ifrågasatt slag som legalpant. Det åsyftade resultatet synes emellertid kunna uppnås genom att det konföörande institutet återpantsätter sin kommissionspant hos likvidbanken, varvid det konföörande institutet måste förbinda sig att sörja för registrering av återpantsättningen enligt aktiekontolagen. För att inte värdet av sådana panter i likvidbankens hand skall urholkas i takt med att slutkunderna erlägger betalning till det konföörande institutet bör lämpligen inte bara själva panten utan panträtten som sådan och den därmed förenade fordringen återpantsättas. Panträtten för likvidbanken kommer då enligt vedertagen rättsuppfattning (se t.ex. Rodhe, Handbok i sakrätt s. 440) att gälla även i de belopp som inflyter från slutkunden. En sådan återpantsättning — dvs. av panträtten och den därmed förenade fordringen — kan också ske utan att något sådant särskilt avtal med kunden träffas som avses i 3 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (jfr 3 kap. 3 § nämnda lag).

Eftersom emellertid en giltig pantsättning av en öppen fordran förutsätter denuntiation till gäldenären och det för att likvidbankens panträtt skall gälla även i inflytande betalningar torde krävas att det konföörande institutets rådighet över dessa medel är avskuren, synes det i praktiken knappast finnas någon möjlighet att åstadkomma en återpantsättning av

skisserat slag med mindre än att man övergår till en ordning enligt vilken kunderna hos ett konföörande institut, som inte tillika är likvidbank, i standardiserad form får anvisning om att erlägga betalningarna till likvidbanken eller möjligen till ett för det konföörande institutet öppnat konto som är spärrat (jfr Rodhe a.a.s. 399). Om den nu beskrivna ordningen skulle anses böra tillämpas mera generellt, fordras emellertid ytterligare överbäanden mellan de berörda instituten och VPC bl.a. i frågan om hur en anteckning om återpansättning skall avföras sedan slutkunden erlagt betalning.

I lagen (1991:195) om penningmarknadskonton angavs uttryckligen (9 kap. 7 §) att ett finansiellt instrument i vilket pansrätt stiftats enligt lagen fick realiseras utan tillämpning av 10 kap. 2 § handelsbalken. Utredningen har inte bedömt någon motsvarande föreskrift nödvändig. De älderdomliga bestämmelserna i nämnda lag torde i de sammanhang som här är i fråga få uppfattas som obsoleta och de torde i allt fall ej ha tillämpning på legalpant.

7.6.3 S.k. förvärvspant vid clearing och avveckling

I den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton fanns särskilda regler om likvidansvaret vid affärernas avveckling. Dessa regler innebar bl.a. att förvärvsobjekten utnyttjades som säkerhet. PmC — som enligt lagen jämte förvärvaren svarade för betalningen av utfäst likvid — hade sålunda rätt att som säkerhet för en eventuell återgångsfordran mot förvärvaren tillförsäkra sig pansrätt i den skuldförbindelse som var föremål för förvärv. Om ett placerarombud - dvs. motsvarigheten till ett konföörande institut - hade erlagt betalning för förvärvarens räkning, gällde denna pansrätt till säkerhet för ombudets fordran mot placeraren. Och för det fall Riksbanken lämnade s.k. nödfallskredit till PmC för att PmC skulle kunna fullgöra sitt likvidansvar gällde motsvarande säkerhet till förmån för centralen.

Någon motsvarighet till denna ordning finns inte på aktiekontolagens område. Aktiekontolagen innehåller över huvud taget inte några regler om likvidansvar. Däremot har det förutsatta likvidhanteringssystemet redovisats i propositionen (prop. 1988/89:152 s. 153 ff). Det grundläggande problemet är detsamma i VP-systemet som i det tilltänkta PmC-systemet, nämligen att likvid och leverans inte sker samtidigt. Ett undantag gäller för penningmarknadsinstrument, där man i princip har lyckats åstadkomma samtidigt likvid och leverans inom ramen för riksbanksclearingen.

Vid Justitiedepartementets hearing framfördes från Svenska fondhandlareföreningen, Svenska bankföreningen och Sparbanksgruppen AB önskemål om att förvärvsobjekten skulle kunna utnyttjas som säkerheter. Organisationerna har sedan återkommit till önskemålet i skrift, varvid framhållits att den nuvarande likvidhanteringen inte ger eftersträvat skydd till de inblandade parterna samtidigt som den är dyrbar såväl i fråga om garantikostnader som när det gäller kostnader för administration.

Sedan VPC därefter börjat registrera penningmarknadsinstrument, har enligt vad utredningen inhämtat frågan på det området i princip lösts

genom avtal mellan de berörda aktörerna. I övrigt kvarstår emellertid problemen. En avtalsreglering som får giltighet för alla aktörer på aktieområdet är uppenbarligen mycket svår att åstadkomma, och det kan för övrigt hävdas att det från principiella synpunkter inte är önskvärt att aktieförvärvare i allmänhet tvingas in i ett avtalsförhållande som villkor för registrering. Även på penningmarknadssidan skulle en reglering i lag vara ägnad att stärka clearingen.

Det framstår enligt utredningens mening som ett befogat önskemål att man tar tillvara grundtankarna bakom den ordning som förutsattes i lagstiftningen om penningmarknadskonton och sålunda skapar en möjlighet för att förvärvsobjekten oberoende av avtal skall kunna användas som säkerheter. Härigenom finns det förutsättningar att minska riskerna och nå fram till ett smidigare förfarande än nu. En sådan ordning är också motiverad med hänsyn till det förhållandet att de kontoförande instituten i praktiken inte gentemot placerarna kan utöva den stoppningsrätt som normalt gäller vid andra affärer.

Likvidhanteringen i PmC-systemet byggde på konstruktionen med en central part som avsågs fungera som garant för transaktionerna. Det av VPC administrerade systemet för likvidhantering har emellertid en annan konstruktion. Enligt utredningens mening bör en reglering av rätten till pant i förvärvsobjektet utformas på ett sådant generellt sätt att den täcker såväl clearingsystem med central motpart eller garant som system där medlemmarna ansvarar för transaktionernas avveckling.

En reglering av rätten till pant i förvärvsobjektet synes systematiskt höra hemma i lagen om börs- och clearingverksamhet. Utredningen föreslår att det i denna lag tas in en regel enligt vilken en clearingorganisation eller en clearingmedlem, som i enlighet med clearingreglerna har åtagit sig betalningsskyldighet för annans förvärv av finansiella instrument, skall ha panträtt i instrumenten under förutsättning att organisationen eller medlemmen har besittning till instrumenten eller att registrering skett enligt aktiekontolagen.

Omsatt till det nuvarande VP-systemet innebär detta förslag att ett kontoförande institut — t.ex. ett värdepappersbolag — som deltar i clearing hos VPC får panträtt i förhållande till nya kunder i den mån institutet åtagit sig betalningsskyldighet för deras förvärv. Vid riksbanksclearingen åtar sig likvidbanken på motsvarande sätt betalningsskyldighet för värdepappersbolagets förvärv och erhåller därmed panträtt i de förvärvade instrumenten under förutsättning att likvidbanken tillförsäkrat sig rätt att registrera panträtten.

Den legalpanträtt som sålunda förordas har till syfte att säkerställa clearing och avveckling och bör därför hållas i sär från kommissionspant, trots att vissa likheter föreligger och de båda legalpanträttigheterna kommer att kunna föreligga samtidigt. Liksom vid kommissionspanträtt bör emellertid undantag från kravet på registrering göras dels i fråga om förvaltarregistrerade instrument, dels för fall då panträtten tillkommer kontoförande institut.

På samma sätt som förut har sagts beträffande kommissionspant bör ett värdepappersbolag, som inte för egen del är deltagare i riksbanksclearingen, kunna återpanta såväl sin legalpanträtt i förhållande till

kunderna som den fordran med vilken denna är förenad till sin likvidbank. När det gäller värdepappersbolags egna affärer erhåller likvidbanken som nyss berörts panträtt omedelbart på grund av att lagen förutsatt att likvidbanken är kontoförande institut för instrumenten.

I huvudsak samma ordning som den nyss beskrivna bör kunna tillämpas när ett värdepappersbolag eller en bank lämnar kunden kredit motsvarande förväntad betalning för en överlåtelse av finansiella instrument om bolaget eller banken har instrumenten i sin besittning eller låter registrera panträtter. Utredningen återkommer till denna fråga i specialmotiveringen.

Utredningen är medveten om att det bland berörda institut finns önskemål om en längre gående reglering som bl.a. skulle innebära att en clearingmedlems egna finansiella instrument kan utgöra pant till förmån för övriga clearingmedlemmar. Utredningen har emellertid ansett sig inte för närvarande böra gå längre än som följer av föreliggande förslag. Redan detta torde före ett förverkligande komma att ge anledning till ingående överväganden mellan instituten och clearingorganisationen.

8 Andelar i värdepappersfonder

8.1 Gällande ordning i korthet

Lagen (1990:1114) om värdepappersfonder trädde i kraft den 1 januari 1991. Den ersatte vid sin tillkomst aktiefondslagen (1974:931) och lagen (1978:428) om aktiesparfonder.

Enligt 1 § lagen om värdepappersfonder förstås med värdepappersfond en fond bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, vilken bildats genom kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital. Förvaltningen av en värdepappersfond, liksom försäljning och inlösen av andelar, utövas enligt lagen av ett svenskt aktiebolag som har fått tillstånd att utöva fondverksamhet. I lagen förutsätts också att det är en bank eller ett annat kreditinstitut — med lagens term ett förvaringsinstitut — som förvarar en värdepappersfonds tillgångar och sköter in- och utbetalningar avseende fonden.

Lagen om värdepappersfonder är enligt 2 § tillämplig bara på värdepappersfonder vilkas andelar kan lösas in på begäran av andelsägare.

Av 8 § lagen om värdepappersfonder framgår att en värdepappersfond inte är någon juridisk person. Fonden är sålunda en förmögenhetsmassa som ägs av investerarna gemensamt och förvaltas av ett fondbolag för deras räkning.

Enligt 9 § i lagen skall det för varje värdepappersfond finnas fondbestämmelser som upprättas av fondbolaget. I dessa skall intas bl.a. bestämmelser om fondens placeringsinriktning samt grunderna och sättet för utdelning liksom grunderna för beräkningen av fondandelarnas värde och av försäljnings- och inlösenpris. Bestämmelserna skall också ange var och hur försäljning och inlösen av fondandelar skall ske samt hur pantsättning av fondandelar skall gå till.

I ett avseende innefattar lagen om värdepappersfonder en betydelsefull skillnad i förhållande till den tidigare gällande aktiefondslagen (1974:931). Enligt den gamla lagen kunde fondbolagen välja mellan att utfärda fondandelsbevis till varje fondandelsägare eller föra register över innehavarna av andelar i fonden. Om andelsbevis utfärdades hade dessa karaktär av löpande skuldebrev (32 § 4 och 33 § aktiefondslagen).

Möjligheten att utfärda andelsbevis har tagits bort i den nu gällande lagen om värdepappersfonder. Enligt 31 § lagen om värdepappersfonder skall nämligen ett fondbolag alltid föra ett register över samtliga innehavare av fondandelar. Av samma paragraf framgår att fondbolaget skall lämna varje enskild andelsägare en skriftlig bekräftelse på att hans andelsinnehav har registrerats. Enligt lagen (1990:1115) om ikraftträdan-

de av lagen om värdepappersfonder (5 §, senaste lydelse SFS 1992:1321) skall fondbolag som utfärdat fondandelsbevis enligt äldre lagstiftning senast den 31 december 1993 ha registrerat samtliga andelsägare.

Bestämmelsen i 31 § lagen om värdepappersfonder innebär alltså att endast fonder som för register över andelsägarna är tillåtna. Den innebär också att förvaltarregistrering av andelsägare är utesluten (prop. 1989/90:153 s. 70). Det främsta skälet till denna förändring i förhållande till den tidigare gällande lagstiftningen var ökade krav på information från fondbolagen till andelsägarna. Detta ansågs förutsätta att fondbolagen kunde nå sina andelsägare på ett smidigt sätt. Men det anfördes också att värdepappersfonder i framtiden kunde tänkas bli anslutna till ett kontobaserat system.

Allemansfond är en fond för sparande huvudsakligen i svenska aktier och andra svenska värdepapper. Sparformen är förenad med skattelättnader enligt lagen (1988:847) om skattelättnader för allemanssparande. I prop. 1993/94:50 Fortsatt reformering av företagsbeskattningen föreslås att dessa skattelättnader skall slopas fr.o.m. 1994 och att lagen upphävs vid kommande årsskifte. Enligt 10 § lagen (1983:890) om allemanssparande gäller i fråga om allemansfonder vad som är föreskrivet om värdepappersfonder med de undantag som följer av lagen om allemanssparande och den nyssnämnda lagen om skattelättnader. Ett betydelsefullt sådant undantag framgår av 8 § första stycket lagen om allemanssparande, där det föreskrivs att inestående medel skall betalas ut, om rätten till sparmedlen genom överlåtelse eller på annat sätt övergår till någon annan eller om spararen pantsätter sin fordran.

8.2 Tidigare framförda förslag till ändringar

Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, Fondbolagens förening och Sparbankernas Bank gjorde i oktober 1992 en framställning till regeringen om att förvaltarregistrering av fondandelar hos fondbolaget skulle bli tillåten enligt lagen om värdepappersfonder. Som skäl för framställningen anfördes bl.a. att förbudet mot förvaltarregistrering av fondandelar avsevärt skulle försvåra möjligheterna att ordna en samlad förvaltning av enskilda personers värdepappersinnehav, att hanteringen av pantsäkerheter skulle kompliceras särskilt vid övergången till ett nytt system och att problem kunde uppstå för utländska andelsägare vid krav på s.k. nominee-registrering enligt hemlandets lagstiftning liksom vid tillämpningen av föräldrabalkens regler om öppet förvar.

Den av organisationerna väckta frågan togs upp i prop. 1992/93:206 s. 21-30 (se även prop. 1992/93:90 s. 41-43). Föredragande statsrådet framhöll där att den nuvarande rättsliga regleringen av andelsägarregistreringen fick anses otillfredsställande med tanke på det stora antal sparare som är andelsägare i värdepappersfonderna och de betydande tillgångar som finns i dessa fonder. Han avsåg därför att ta initiativ till en översyn av lagen om värdepappersfonder i detta avseende. Förvaltarregistrering och verkningarna av en sådan hade enligt statsrådets mening ett omedelbart samband med de grundläggande reglerna om registrering

av fondandelsägare och av eventuella inskränkningar i dessas förfoganderätt avseende fondandelarna. Dessa frågor borde därför utredas i ett sammanhang. På grund härav och med hänvisning till att den av organisationerna föreslagna formen för förvaltarregistrering kunde medföra svårigheter även i skattehänseende var föredragande statsrådet inte beredd att i det ärendet medverka till lagändringar för att möjliggöra förvaltarregistrering av andelar i värdepappersfonder.

Organisationernas framställning har härefter överlämnats till clearingutredningen. Utredningen har uppfattat det så att den förutskickade översynen anförtratts åt utredningen.

8.3 Utredningens överväganden

8.3.1 Sakrättsliga aspekter på fondandelar

En andel i en värdepappersfond är enligt 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument att betrakta som fondpapper och därmed som ett finansiellt instrument. Som har konstaterats i olika sammanhang (se t.ex. prop. 1974:128 s. 127 f.) kan emellertid fondandelar med hänsyn till den speciella konstruktion som de har erhållit genom lagstiftningen inte helt och hållet inordnas i någon generell kategori av finansiella instrument. De principer som gäller för försäljning och inlösen av fondandelar medför att antalet andelar vid varje tillfälle kan variera och att fondandelar därmed är mindre väl lämpade för handel eller notering.

Det är sannolikt mot denna bakgrund som man får se det förhållandet att de sakrättsliga aspekterna på värdepappersfonder och andelar i sådana fonder har ägnats ganska sparsam uppmärksamhet i de lagstiftningsärenden som har berört fondverksamhet. Som föredragande statsrådet antydde i prop. 1992/93:206 föreligger viss oklarhet i fråga om vad som konstituerar äganderätt till en fondandel liksom beträffande förutsättningarna för att en överlåtelse eller en pantsättning av en sådan andel skall få sakrättslig giltighet.

Som tidigare nämnts fanns enligt den gamla lagen (aktiefondslagen) valfrihet för fondbolagen mellan att utfärda fondandelsbevis eller att föra register över fondandelsinnehavare. Om fondandelsbevis utfärdades, skulle detta ställas till innehavaren eller till viss man eller order. Enligt 33 § gällde för sådant bevis, i den mån annat inte följde av aktiefondslagen, bestämmelserna om löpande skuldebrev i lagen (1936:81) om skuldebrev. De sakrättsliga principerna för fondandelsbevis får härigenom anses ha varit klara: innehav av ett sådant bevis grundade principiellt sett legitimationsverkan. Lika klart synes inte vara vad som gällde för fall då fondandelsbevis inte utfärdades enligt den äldre lagstiftningen. Fondbolaget var för sådant fall skyldigt att registrera andelsägarens rätt. I den proposition som låg till grund för aktiefondslagen uttalade departementschefen att fondandelsägaren efter registreringen var att anse som ägare gentemot fondbolaget till dess han avfördes ur registret eller annan person antecknades som ägare till samma fondandel och att anteckningen

i registret alltså i princip hade samma betydelse som innehav av ett fondandelsbevis (prop.1974:128 s. 132).

Detta uttalande från departementschefens sida har i den juridiska litteraturen karakteriserats som obegripligt (Rodhe, *Handbok i sakrätt*, 1985 s. 216 not 52). Bakgrunden till detta — kanske väl hårda — om-döme torde vara att det i aktiefondslagen saknades regler om vad som skulle förstås med registrering och om rättsverkningar av en sådan åtgärd. Regler om detta — som finns exempelvis i aktiekontolagen — saknas också i den gällande lagen om värdepappersfonder. Det kan därför vara föremål för diskussion vilken juridisk betydelse som kan tilläggas själva registreringen.

Man kan i detta avseende tänka sig två alternativ: antingen är det registreringen som grundar äganderätt till en fondandel eller också utgör registreringen endast ett bevismedel. Frågan skulle kunna tänkas bli ställd på sin spets för det fall en sparare inköpt en fondandel från fondbolaget och erhållit bevis om detta men av någon anledning inte skulle ha registrerats som innehavaren av andelen. Eftersom fondbolaget har skyldighet att verkställa registrering av fondandelsägarna har spörsmålet inte så stor praktisk betydelse; det skulle kunna tänkas få aktualitet endast i händelse av förbiseende eller felaktigt förfarande på fondbolagets sida.

Som lagen är konstruerad är det svårt att se att den i det avseende som nu diskuteras skulle kunna ge stöd för något undantag från allmänna civilrättsliga principer. I enlighet med dessa principer torde det få anses att den som av fondbolaget har inköpt en fondandel och kan styrka sitt förvärv har en mot fondbolaget gällande rätt till den andel som han förvärvat, oberoende av om registreringen av ett eller annat skäl skulle ha försummats. Registreringen och det bevis om detta som fondbolaget utfärdar får betraktas som ett bevismedel, men utan stöd i någon uttrycklig bestämmelse torde det teoretiskt sett inte kunna vara exklusivt.

Spörsmålet om vad som skall anses gälla i fråga om överlåtelse av fondandelar har hittills inte haft någon större praktisk betydelse. Aktiefondslagen innehöll inte någon bestämmelse om detta, och någon sådan bestämmelse finns inte heller i lagen om värdepappersfonder.

Överlåtelse av fondandelar är i praktiken inte någon vanlig åtgärd; den sparare som önskar tillgodogöra sig andelens förmögenhetsvärde väljer i allmänhet att inlösa andelen. Det kan dock inte råda något tvivel om att överlåtelse i och för sig är möjlig. Ett undantag gäller för allemansfonderna med hänsyn till den förut berörda regeln i 8 § första stycket lagen om allemanssparande, enligt vilken innestående medel skall betalas ut, om rätten till sparmedlen genom överlåtelse eller på annat sätt övergår till någon annan.

När det gäller vanliga värdepappersfonder måste emellertid överlåtelse av en fondandel kunna ske i enlighet med allmänna civilrättsliga principer. Det får anses tvivelaktigt om en föreskrift i fondbestämmelserna av motsatt innehåll skulle vara giltig vare sig den skulle förbjuda överlåtelse helt och hållet eller på samma sätt som den nyssnämnda föreskriften i lagen om allemanssparande innebära att innestående medel skall

betalas ut i händelse av en överlåtelse (jfr Walin m.fl., Utsökningsbalken, 2 uppl. s. 198 ff med hänvisningar).

Frågan uppstår då om vilken förutsättning som gäller för att en överlåtelse skall få sakrättsligt skydd. De alternativ som erbjuder sig är här återigen antingen att ett sådant skydd uppstår i och med att fondbolaget erhåller underrättelse (denuntieras) om överlåtelsen eller också att det är registreringen som är avgörande. Eftersom fondbolaget under alla förhållanden måste anses vara skyldigt att omedelbart registrera den till vilken överlåtelse har skett som ägare av fondandelen, har det i allmänhet inte någon praktisk betydelse vilketdera alternativet som anses vara det gällande.

Vid överlåtelse av enkelt skuldebrev är det enligt 31 § skuldebrevslagen avgörande när den förpliktade får underrättelse om en överlåtelse, och samma princip gäller enligt vedertagen uppfattning vid överlåtelse av en fordran eller en andelsrättighet som inte återspeglas i någon handling. Denna princip kan genombrytas genom lagstiftning såsom har skett exempelvis genom aktiekontolagen på den lagens tillämpningsområde.

Som förut har konstaterats innehåller lagen om värdepappersfonder inte någon bestämmelse om rättsverkningar av registreringar. Det synes därför finnas anledning att utgå från att den sakrättsliga effekten av en överlåtelse uppstår redan i och med att underrättelsen härom kommer fondbolaget till handa — vare sig det skett genom säljarens eller köparens försorg — och således inte först sedan den nye ägaren har registrerats. Men den praktiska betydelsen av detta konstaterande skall inte överdrivas: det är ändå alldeles självfallet att den till vilken överlåtelse har skett har anledning att sörja för att hans förvärv omgående blir registrerat.

En följd av det anförda är att, vid dubbelöverlåtelse av en fondandel, den tidigare överlåtelsen gäller framför den senare utom i det fallet att den senare överlåtelsen först meddelats fondbolaget och förvärvaren då var i god tro (jfr 31 § andra stycket skuldebrevslagen).

Nämnda princip — dvs. att det är underrättelsen till fondbolaget som är avgörande — måste antas ha giltighet även beträffande pantsättningar. Att så är fallet synes ännu tydligare än när det gäller överlåtelse, eftersom lagen om värdepappersfonder över huvud taget inte innehåller någon föreskrift om registrering av pantsättning. Att fondbolaget måste göra en notering i den händelse bolaget erhåller en underrättelse om en pantsättning är självfallet, men huruvida en sådan notering skall kallas registrering framgår inte av lagen.

Om man utgår från att gällande rätt har den innebörd som nu har antagits, uppkommer frågan om fondbestämmelserna kan föreskriva en annan ordning för giltighet av pantsättningar. Enligt 9 § 9 lagen om värdepappersfonder skall fondbestämmelserna ange hur pantsättning skall gå till. Föreskriften synes knappast kunna uppfattas så att den ger fondbolaget behörighet att meddela bestämmelser av civilrättslig natur utan får antas ta sikte på intresset av information till fondandelsägarna. Även rena ordningsregler för vad som bör iakttas vid pantsättning torde kunna meddelas genom fondbestämmelserna. Ännu tydligare var denna utgångspunkt i aktiefondslagen, där det föreskrevs att fondbolaget på

andelsbevisen skulle ange vad som "bör iakttas vid överlåtelse och pantsättning av fondandel". De fondbestämmelser som gäller för en enskild värdepappersfond torde alltså inte kunna förändra rättsläget.

När det gäller utmätning synes förhållandena klarare. Utmätning av fondandel skall ske i den ordning som anvisas genom 6 kap. 3 § utsökningsbalken, vilket innebär att fondbolaget skall meddelas förbud att lösa in fondandelen hos annan än kronofogdemyndigheten eller den som myndigheten anvisar. Att fondbolaget måste göra en notering av detta är givet. Kronofogdemyndigheten torde härfter föranstalta om inlösen av fondandelen (9 kap. 11 § utsökningsbalken).

Utmätning av en fondandel hos andelens ägare torde i och för sig inte hindra att denne överlåter fondandelen, eftersom överlåtelsen inte påverkar utmätningssökandens rätt (4 kap. 29 § utsökningsbalken). Fondbolaget är nämligen även efter en överlåtelse förhindrad att lösa in fondandelen hos annan än kronofogdemyndigheten eller den som myndigheten anvisar. Om utmätningen går åter, innehar emellertid köparen de med fondandelen förenade rättigheterna, och denne har även rätt till eventuellt överskott (jfr Walin a.a.s. 171 ff).

8.3.2 Behovet av ändringar i lagen om värdepappersfonder

Regler om överlåtelse och pantsättning

Det får anses vara ett befogat önskemål att lagen om värdepappersfonder tydligare än som nu är förhållandet ger anvisning om vad som gäller med avseende på överlåtelse och pantsättning av fondandelar. Fråga uppkommer då om man vid en reglering i detta hänseende bör behålla den ordning som i det föregående har antagits vara gällande rätt eller övergå till ett system enligt vilket fondbolagets registrering blir ensamt avgörande för uppkomsten av en sakrättsligt giltig äganderätt eller panträtt.

Det senare systemet — enligt vilket således registreringen blir avgörande — skulle i och för sig vara det lämpligaste, om man vill ge underlag för handel med fondandelar av likartat slag som den som sker exempelvis med noterade aktier. Samtidigt måste beaktas att övergången till ett sådant system, som utredningen ser det, skulle göra det ofrånkomligt att komplettera lagen om värdepappersfonder med en tämligen ingående reglering i fråga om rättsverkningarna av och förfarandet vid registreringar av ungefärligen samma innehåll som den som nu finns i aktiekontolagen. Vissa praktiska fördelar skulle naturligtvis uppkomma i ett kontobaserat system. Särskilt för mindre fondbolag skulle emellertid hanteringen i flera hänseenden kompliceras på ett sätt som skulle kunna uppfattas som överflödigt för de fall då någon egentlig handel med fondandelar inte förekommer.

Mot det önskemål som således gör sig gällande av att inte i onödan komplicera hanteringen för fondbolag i allmänhet står intresset att inte hindra en övergång till ett system som ger reell möjlighet till handel med fondandelar för de fondbolag som önskar tillämpa en sådan ordning och att också ta tillvara de praktiska fördelar i övrigt som erbjuds genom en

registrering i de former som sker enligt aktiekontolagen. Utredningen har stannat för att lagstiftningen i detta avseende bör ge möjlighet till olika alternativ.

En sådan lösning kan åstadkommas genom att utrymme skapas för fondbolagen att tillämpa aktiekontolagens regelsystem. Till följd av de ändringar som utredningen har föreslagit i den lagen kommer det att bli möjligt att registrera fondandelar på samma sätt som andra fondpapper.

En tillämpning av aktiekontolagen på fondandelar kan gestalta sig på olika sätt. Till en början gäller att VPC — eller eventuellt annat utomstående organ som har fått tillstånd — kan anlitas för ändamålet. Men det finns också, enligt den reglering som utredningen har föreslagit i det föregående, möjlighet för såväl förvaringsinstitut som fondbolag att utverka tillstånd att registrera fondandelar enligt aktiekontolagen. Det bör överlämnas åt fondbolagen och förvaringsinstituten själva att avgöra vilken ordning som med hänsyn till den aktuella värdepappersfondens omfattning och inriktning som ter sig lämpligast. I båda fallen blir emellertid aktiekontolagen generellt tillämplig på fondandelar, och regelsystemet blir därmed entydigt när det gäller de sakrättsliga aspekterna. Som redan har konstaterats innebär detta vissa fördelar även bortsett från att underlag skapas för handel med fondandelar. Det kan därför inte uteslutas att en del fondbolag — möjligen t.o.m. de flesta — kommer att välja någon av de skisserade lösningarna oberoende av om verksamheten inriktas på att handel skall kunna ske.

I den mån ett fondbolag inte önskar gå över till en hantering enligt aktiekontolagen bör redan av lagen om värdepappersfonder framgå vad som gäller i sakrättsligt hänseende. Utredningen anser att lagen för detta ändamål bör kompletteras med en bestämmelse som uttryckligen hänvisar till skuldebrevslagens regler om enkla skuldebrev, vilket innebär att nuvarande rättsläge — som utredningen uppfattat det — behålls. Denna bestämmelse skall självfallet inte gälla för det fall fonden går över till aktiekontolagens regelsystem.

En nackdel med den nu skisserade ordningen kan naturligtvis sägas vara att olika regler kommer att bli tillämpliga på skilda värdepappersfonder. Så är det ju emellertid redan för närvarande med de flesta andra fondpapper, t.ex. aktier. Enligt utredningens mening skulle det föra alltför långt att tvinga in alla fondbolag i aktiekontolagens regelsystem.

Regler om förvaltarregistrering

I den mån aktiekontolagens regelsystem görs tillämpligt på en värdepappersfond kommer även lagens bestämmelser om förvaltarregistrering att gälla. Önskemålet att kunna förvaltarregistrera fondandelar gör sig emellertid gällande oberoende av de skäl som kan ligga till grund för att inordna en värdepappersfond under aktiekontolagen. För allmänheten är det ett väsentligt serviceintresse att en generell sådan möjlighet finns att tillgå, så att förvaltningen av finansiella instrument i depåer inte onödigtvis kompliceras.

I prop. 1992/93:206 pekade föredragande statsrådet (s. 30) på en möjlighet att inom ramen för nuvarande reglering åstadkomma en ordning likartad med egentlig förvaltarregistrering, nämligen att i fondbolagens

register i anslutning till fondandelsägarens namn en anteckning görs om att fondandelarna förvaltas av viss förvaltare och får disponeras endast av denne eller med dennes samtycke. Med hänsyn till frågans praktiska vikt får det emellertid anses påkallat att förvaltarregistrering blir föremål för en uttrycklig reglering. Utredningen kan inte se några avgörande skäl mot att lagen om värdepappersfonder kompletteras med regler om förvaltarregistrering av ungefärligen det innehåll som Svenska Fondhandlareföreningen och de övriga organisationerna i oktober hemställde om i sin framställning till regeringen. En sådan komplettering betraktas som angelägen och brådskande från bankhåll.

Vad utredningen nu har föreslagit drar med sig behov av ändringar i vissa skatteförfattningar. Utredningen återkommer härtill i specialmotiveringen.

9 Författningsförslag med specialmotivering

9.1 Förslaget till lag om ändring i aktiekontolagen (1989:827)

1 kap. 1 §

För avstämningsbolag som avses i aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) och bankaktiebolagslagen (1987:618) skall finnas register enligt denna lag (avstämningsregister).

Avstämningsregistren förs av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen) med hjälp av automatisk databehandling. I fall som anges i 4 kap. vidtas registreringsåtgärder även av kontoförande institut på värdepapperscentralens vägnar.

Av 6 § framgår att vad som i lagen anges om värdepapperscentralen kan avse annat företag som omfattas av förordnande enligt nämnda paragraf.

Det nya tredje stycket har införts för att redan inledningsvis i lagen markera att aktiekontolagen även kan kan omfatta annat företag än VPC.

1 kap. 2 §

I avstämningsregister skall registreras aktier i avstämningsbolag.

Bestämmelserna i denna lag om aktier tillämpas också på följande rättigheter i avstämningsbolag, nämligen

1. företrädesrätt att delta i emission som avses i 4 kap. aktiebolagslagen (1975:1385), 4 kap. försäkringsrörelselagen (1982:713) och 4 kap. bankaktiebolagslagen (1987:618),

2. rätt på grund av teckning av aktier vid nyemission enligt 4 kap. aktiebolagslagen, 4 kap. försäkringsrörelselagen och 4 kap. bankaktiebolagslagen, samt

3. rätt på grund av nyteckning av aktier enligt 5 kap. aktiebolagslagen och 5 kap. bankaktiebolagslagen.

I 9 kap. finns bestämmelser om registrering i avstämningsregister av ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning och andra *finansiella instrument*.

Ändringen i sista stycket är redaktionell och sammanhänger med den ändring som föreslås i 9 kap. 1 §.

1 kap. 3 §

För rättigheter som skall registreras enligt denna lag får inte utfärdas aktiebrev, emissionsbevis, interimsbevis eller optionsbevis som avses i aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618). Har en sådan handling utfärdats, gäller inte bestämmelserna i dessa lagar för handlingen.

För sådana ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning som registreras enligt denna lag får inte utfärdas skuldebrev.

Första och andra styckena tillämpas inte i fråga om finansiella instrument utfärdade av emittent med säte i annat land än Sverige. Regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer kan förordna att första eller andra stycket inte heller tillämpas i fråga om svenskt finansiellt instrument, om handel med instrumentet utomlands annars skulle försvåras.

Har skriftligt bevis eller skuldebrev utfärdats för ett sådant instrument som avses i tredje stycket, skall handlingen vara inlämnad för förvaring hos värdepapperscentralen eller hos annan för centralens räkning, innan registrering i avstämningsregister får ske. Handlingen skall vara kvar i sådant förvar så länge instrumentet är registrerat i avstämningsregister.

Bestämmelserna i tredje och fjärde stycket är nya och hänger samman med utredningens förslag i 9 kap. 1 § om att utländska finansiella instrument skall kunna registreras enligt aktiekontolagen och att dokument i vissa fall skall kunna ges ut för instrument utfärdade i Sverige. Motiveringen till bestämmelsen återfinns i allmänmotiveringen avsnitt 6.2.1 och 6.2.2.

1 kap. 6 §

Regeringen eller en myndighet som regeringen bestämmer får förordna att vad som i denna lag föreskrivs om värdepapperscentralen skall avse även annat företag i den utsträckning som anges i förordnandet. Sådant företag skall stå under Finansinspektionens tillsyn.

Förordnande enligt första stycket får meddelas endast om företaget bedöms kunna tillgodose de krav på säkerhet som är förenade med ett kontobaserat system för registrering av rättigheter som avses i denna lag och ha en tillfredsställande beredskap för att ersätta eventuella skador för enskilda enligt 7 kap. Förordnandet får förenas med villkor.

Första stycket

Avgörande för utredningens ställningstagande att legalmonopolet för VPC i dess nuvarande form inte bör behållas har varit synpunkter likartade dem som låg till grund för avvecklingen av börsmonopolet. Enligt utredningens mening kan sålunda principiella skäl anses tala för att det inte bör vara lagstiftningsvägen som utvecklingen skall styras när det gäller frågan om det i landet bör finnas ett eller flera registreringssystem.

Som också har konstaterats i den allmänna motiveringen kommer VPC:s monopol i fråga om den förenklade aktiehanteringen inte på samma sätt som t.ex. det tidigare börsmonopolet till uttryck genom ett förbud för andra än VPC att ägna sig åt motsvarande verksamhet.

Monopolet utgör en konsekvens av att bestämmelserna i aktiebolagslagen samt i aktiekontolagen och dess följdförfattningar om avstämningsbolag och aktiehantering i sådana bolag har byggts upp just kring VPC. Den som är antecknad på aktiekonto hos VPC betraktas rättsligt som innehavare av aktien, och någon motsvarande rättsverkan kan inte åstadkommas genom registrering hos något annat institut. Detsamma gäller i fråga om skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning och övriga här aktuella rättigheter.

En avveckling av legalmonopolet förutsätter alltså ändringar i aktiekontolagen. Sådana ändringar kan genomföras på olika sätt.

Utredningen har övervägt att söka göra en översyn av lagen med sikte på att utmönstra sådana bestämmelser i denna som inte nödvändigtvis behöver ha form av lag. Med hänsyn till att aktiekontolagen är ett helt nyligen antaget lagverk som tillkommit efter ingående överväganden har utredningen dock stannat för att en översyn av lagen med denna inriktning inte skulle vara tillräckligt meningsfull. Man skulle riskera att bryta systematiken och strukturen i lagstiftningen genom en sådan operation, och det helt övervägande antalet bestämmelser gäller frågor som även fortsättningsvis måste regleras i lagform.

Denna utgångspunkt innebär alltså att den sakliga regleringen i lagen — bortsett från de ändringar som utredningen av andra skäl föreslår — åtminstone tills vidare bör vara oförändrad. För det fall ett konkurrerande institut presenterar en alternativ lösning i fråga om själva registreringssystemet och därmed sammanhängande frågor, bör det enligt utredningens mening finnas en beredskap för lagstiftning i ämnet. Det förutsätts därvid givetvis att sådana alternativa lösningar tillgodoser de krav som måste ställas från allmän synpunkt.

För att legalmonopolet skall avvecklas måste lagen emellertid öppna möjlighet för ett konkurrerande institut att bedriva verksamhet under samma förutsättningar och med samma rättsverkningar som dem som gäller för VPC. Man skulle då kunna överväga att värdepapperscentralen, på alla de ställen denna nämns i lagen, byts ut mot något neutralt begrepp och att möjlighet öppnas i lagen även för andra institut än VPC att med Finansinspektionens godkännande få bedriva motsvarande verksamhet. Från renodlat lagtekniska synpunkter anser utredningen emellertid att även en sådan lösning, som skulle förutsätta ändringar i ett mycket stort antal lagparagrafer, skulle föra väl långt i nuvarande läge.

Som framgår av den allmänna motiveringen innebär utredningens förslag i stället att det i aktiekontolagen införs en särskild bestämmelse som tillägger regeringen eller en myndighet som regeringen bestämmer befogenhet att i den utsträckning som anges i förordnandet, förordna att vad som i aktiekontolagen föreskrivs om värdepapperscentralen och om kontoförande institut skall avse även annat företag. Sådant företag skall stå under Finansinspektionens tillsyn.

De rättigheter som enligt förslaget kan omfattas av ett förordnande av regeringen eller en av regeringen utsedd myndighet är främst aktier, teckningsrätter och ensidiga skuldebrev avsedda för allmän omsättning, dvs. sådana rättigheter som för närvarande kan registreras av VPC samt

sådana rättigheter, bland annat utländska, som VPC enligt utredningens förslag skall kunna registrera i framtiden.

Utredningen har i och för sig bedömt det som mindre troligt att ett nytt institut omedelbart skulle få en generell befogenhet att registrera alla förekommande finansiella instrument utan någon begränsning. Något hinder mot ett sådant förordnande föreligger visserligen inte. Sannolikt torde emellertid ett nytt institut komma att inrikta sig på någon eller några av dessa. Vad man i praktiken skulle kunna tänka sig är exempelvis att ett nytt institut skulle önska registrera ensidiga skuldebrev avsedda för allmän omsättning eller en viss typ av obligationer, stats-skuldväxlar eller liknande instrument. På aktiesidan kan man tänka sig att önskemål framkommer om ett alternativt registreringssystem för OTC-aktier, och det skulle också kunna vara tänkbart att exempelvis en bank önskar registrera sina egna aktier utan att anlita VPC. I avsnitt 8 har förutsetts att ett fondbolag kan vilja registrera andelar i värdepappersfonder med stöd av aktiekontolagen. Som den föreslagna bestämmelsen är avfattad öppnar denna möjlighet för regeringen eller en av regeringen utsedd myndighet att anpassa ett förordnande efter den föreliggande situationen.

Det kan vara värdefullt för en clearingorganisation att frågan om tillstånd att bedriva clearingverksamhet och frågan om förordnande enligt aktiekontolagen prövas i ett sammanhang. Med hänsyn härtill och att det även i övrigt är lämpligt bör det anförtros åt Finansinspektionen att meddela förordnande av sistnämnda slag.

Om ett förordnande med stöd av paragrafen meddelas med sikte på ett eller flera slag av finansiella instrument, innebär detta till en början att det institut som omfattas av förordnandet får föra avstämningsregister för dessa instrument enligt samma regler som dem som i dag gäller för VPC (2 kap. aktiekontolagen).

Även i fråga om registreringsåtgärder, insyn och sekretess, rättsverkan av registrering, rätt till ersättning och förvaltarregistrering (4-8 kap.) kommer enligt förslaget aktiekontolagens bestämmelser att gälla fullt ut för ett nytt institut, och detsamma gäller i fråga om skuldförbindelser (9 kap.).

På en punkt finns det emellertid möjlighet för ett nytt företag att organisera verksamheten på ett annat sätt. Företaget i fråga kan nämligen självt eller genom ett närstående organ svara för de registreringsåtgärder som enligt aktiekontolagen ankommer på kontoförande institut. Enligt ordalydelsen i paragrafen kan regeringen eller den myndighet regeringen bestämmer förordna att vad som föreskrivs om VPC skall avse även annat företag och i det följande föreslår utredningen att VPC själv skall kunna åta sig uppgiften att vara kontoförande institut (se vidare 3 kap. 1 §). Det sagda innebär att ett nytt företag inte nödvändigtvis behöver tillämpa konstruktionen med fristående kontoförande institut.

Ett nytt institut skall självfallet stå under Finansinspektionens tillsyn. I fråga om VPC följer denna tillsyn för närvarande inte av aktiekontolagen utan av lagen (1989:829) om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag. Av detta skäl har särskilt angetts att ett bolag som omfattas av ett

förordnande enligt den föreslagna nya paragrafen i aktiekontolagen skall stå under Finansinspektionens tillsyn. Däremot har utredningen inte ansett att det finns tillräckliga skäl att föreslå en bestämmelse som i enlighet med vad som i dag gäller för VPC skulle innebära att bolagsordningen för ett nytt institut måste fastställas av regeringen.

Andra stycket

Av skäl som har anförts i den allmänna motiveringen bör behovssynpunkter inte tillmätas någon betydelse vid prövningen av frågan om aktiekontolagen skall göras tillämplig på ett annat företag än VPC. Prövningen bör i främsta rummet inriktas på frågan om det företag som söker ett förordnande har en organisation och kompetens som gör det möjligt att med den säkerhet som omsättningen har anspråk på anförtro företaget registrering av finansiella instrument med civilrättsliga rättsverkningar.

Av detta skäl föreskrivs enligt förslaget till en början att ett förordnande enligt första stycket får meddelas endast om företaget bedöms kunna tillgodose de krav på säkerhet som är förenade med ett kontobaserat system för registrering av rättigheter som avses aktiekontolagen. Rörande de säkerhetskrav som gör sig gällande hänvisas till den allmänna motiveringen (avsnitt 5.6). Företaget måste också ha en tillfredsställande beredskap för att ersätta eventuella skador för enskilda enligt 7 kap. I båda dessa avsenden får kraven naturligen anpassas till arten och omfattningen av den verksamhet som är i fråga.

3 kap. 1 §

Företag som har tillstånd enligt andra stycket kan genom överenskommelse med värdepapperscentralen tilläggas ställning som kontoförande institut enligt denna lag. Värdepapperscentralen kan själv åta sig uppgiften att vara kontoförande institut.

Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret är inom sina verksamhetsområden kontoförande institut. Tillstånd för någon annan att vara kontoförande institut ges av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer.

Utländskt företag får vara kontoförande institut under förutsättning att det i sitt hemland står under betryggande tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ.

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får ge kontoförande institut tillstånd att sätta annan i sitt ställe.

Första stycket

Som aktiekontolagen för närvarande är konstruerad synes ett företag som erhåller Finansinspektionens tillstånd att vara kontoförande institut omedelbart på grundval av tillståndet erhålla ställning som kontoförande institut. Utan att det uttryckligen har slagits fast i lagen får regleringen därmed anses innebära att VPC har skyldighet att träffa anslutningsavtal med ett företag som har fått sådant tillstånd.

Särskilt mot bakgrund av att principiell konkurrensfrihet enligt utredningens förslag avses gälla i fråga om kontoföringen synes den angivna regleringen inte vara fullt lämplig. En grundläggande förutsättning för

att ett företag skall ha ställning som kontoförande institut bör i stället vara att avtal härom träffas mellan VPC och företaget, och motsvarande krav på avtal bör gälla för att ett företag skall bli kontoförande institut hos t.ex. en konkurrent till VPC. Åtminstone tills vidare har utredningen emellertid svårt att se att det skulle vara tillrådligt att ge avkall på kravet att kontoförande institut måste ha tillstånd. Varken VPC eller ett nytt institut bör få ingå avtal med något annat företag än ett sådant som Finansinspektionen har gett tillstånd att vara kontoförande institut. Regleringen i paragrafen har ändrats med utgångspunkt i dessa överväganden.

En likartad ordning avsågs gälla enligt den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton (1 § sista stycket). Enligt den lagen var medlemskap i penningmarknadscentralen — vilket i princip kan sägas ha motsvarat ställningen som kontoförande institut i aktiekontolagens mening — ett villkor för att ett företag skulle få öppna penningkonton och anmäla registreringsåtgärder. Nämnda lag byggde emellertid på en delvis annorlunda konstruktion som innebar att Finansinspektionen inte avsågs meddela några egentliga tillstånd utan endast yttra sig i ett ärende angående medlemskap. En följd härav var att regler om rätt till domstolsprövning ansågs nödvändiga för fall då penningmarknadscentralen hade vägrat någon medlemskap. En fråga om medlemskap ansågs nämligen röra en civil rättighet i den mening som avses i art 6 i den europeiska konventionen om mänskliga rättigheter.

Med den nu föreslagna regleringen i förevarande paragraf blir inte några motsvarande särskilda bestämmelser om rätt till domstolsprövning i fråga om ett ställningstagande från VPC:s sida nödvändiga. Vägras ett företag tillstånd av Finansinspektionen att vara kontoförande institut eller återkallas tillståndet, måste naturligtvis frågan kunna bli föremål för domstolsprövning. Detta är tillgodosett genom 4 § i förevarande kapitel. Om emellertid VPC skulle vägra att träffa eller vidmakthålla avtal med ett företag som har tillstånd att vara kontoförande institut, blir detta ett spörsmål som i vanlig ordning kan bli föremål för prövning enligt konkurrenslagen (1993:20) enligt de i denna lag angivna förutsättningarna. Detsamma gäller i fråga om ett motsvarande beslut av en konkurrent till VPC. Vissa av konkurrenslagens bestämmelser (t.ex. 20 §) förutsätter att fråga är om ett företag med dominerande ställning på den svenska marknaden, och dessa bestämmelser blir under nuvarande förhållanden tillämpliga på VPC.

Enligt första stycket skall värdepapperscentralen själv kunna åta sig uppgiften att vara kontoförande institut. Detsamma gäller till följd av regleringen i 1 kap. 6 § för annat företag på vilket enligt förordnande av regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer aktiekontolagens regler om VPC skall vara tillämpliga. Ett sådant företag behöver alltså inte ha något fristående kontoförande institut.

I sakens natur ligger att bestämmelsen i 4 kap. 10 § aktiekontolagen om möjlighet för värdepapperscentralen att ompröva ett beslut som ett kontoförande institut har fattat ej får aktualitet, om det är värdepapperscentralen själv som fullgör uppgiften som kontoförande institut.

Tredje stycket

Bestämmelsen i det nya tredje stycket har till syfte att möjliggöra samarbete och kopplingar mellan ett svenskt kontosystem och motsvarande system i främmande länder samt att generellt öppna möjligheten för utländska företag att bli kontoförande institut. Skälen för denna bestämmelse har närmare utvecklats i avsnitt 6.2.3. Med utländskt företag avses för det första sådana utländska organisationer som har till uppgift att administrera kontoföring av finansiella instrument i ett kontosystem samt sådana organisationer som hanterar leveranserna och likviderna vid clearing och avveckling. Därutöver omfattar begreppet också andra utländska företag som tar del i clearing- och avvecklingsprocessen på värdepappersmarknaden, exempelvis banker och värdepappersbolag.

Det har inte ansetts nödvändigt att i lagtexten ange när ett företag är att betrakta som utländskt. Avgörande är här liksom i andra jämförbara sammanhang (se t.ex. NJA II 1992 s. 293) om företaget är bildat enligt svensk lag eller i övrigt i enlighet med svensk rättsordning. Är så inte fallet är företaget att betrakta som utländskt oberoende av om exempelvis aktiemajoriteten är i svenska händer.

Beträffande de utländska företagen gäller normalt liksom i Sverige att det kan framgå direkt av registret vem som äger instrumenten i fråga men att det också kan tänkas förekomma indirekt registrering. I det sistnämnda fallet är instrumenten i kontosystemet registrerade på en förvaltare (s.k. nominee) eller medlem, varvid äganderätten framgår först av förvaltarens eller medlemmens egna bokföring (registerföring).

Exempel på utländska kontosystem och clearingorganisationer är Værdipapircentralen (VP) i Danmark, Verdipapirsentralen (VPS) i Norge, SICOVAM i Frankrike, Deutscher Kassenverein AG och Deutscher Auslandskassenverein AG i Tyskland samt Euroclear och Cedel. I den mån det ansvariga institutet på samma sätt som i Sverige får biträde av banker eller värdepappersbolag för kontoföringen kan även de sistnämnda få tillstånd att vara kontoförande institut här i landet.

En förutsättning för att ett utländskt företag skall få tillstånd är att företaget står under tillsyn i hemlandet. För tillstånd till en koppling mellan t.ex. VPC och ett utländskt företag är det naturligtvis väsentligt att hemlandstillsynen är tillförlitlig och att förutsättningar föreligger för ett gott samarbete och informationsutbyte mellan den svenska inspektionsmyndigheten och motsvarande utländska organ, vare sig det senare har ställning av offentlig myndighet eller inte. Det bör också tillfogas att Finansinspektionen för att kunna fullgöra sin tillsyn visavi VPC eller annat motsvarande svenskt organ givetvis måste få del av uppgifter om det utländska företags tekniska och juridiska förutsättningar.

3 kap 2 §

Värdepapperscentralen skall tillse att minst ett av de kontoförande instituten åtar sig skyldighet att på begäran öppna aktiekonto för envar, om ej grund för avslag föreligger enligt denna lag eller annan författning.

Värdepapperscentralen kan själv åta sig skyldighet som ankommer på konföförande institut enligt första stycket. I annat fall skall sådant konföförande institut vara helägt dotteraktiebolag till värdepapperscentralen.

Av de nuvarande bestämmelserna i 1 och 2 §§ följer att det skall finnas minst ett konföförande institut som är helägt dotteraktiebolag till värdepapperscentralen och som till skillnad från andra konföförande institut har kontraheringsskyldighet, dvs. skyldighet att öppna aktiekonto för envar, såvida inte avslagsgrund föreligger enligt aktiekontolagen eller annan författning. Denna reglering har tillkommit av två skäl (prop. 1988/89:152 s. 102 f.). För det första har det ansetts att en placerare alltid bör ha tillgång till ett neutralt konföförande institut som är fristående från banker, värdepappersbolag och enskilda emittenter. För det andra måste en förvärvare av en aktie ha möjlighet att öppna ett aktiekonto för att förvärvet skall kunna fullbordas. Det har ansetts att förvärvaren därför inte skall vara beroende av att ett konföförande institut på frivillig grund antar honom som kund.

Denna reglering ger uttryck för en viktig princip som måste behållas. Samtidigt vållar regleringens utformning vissa praktiska olägenheter. VPC har för närvarande endast ett dotterbolag — Värdepapperscentralens Konföförande Institut VKI AB — som betjänar ett femtontal kunder och har helt obetydlig balansomsättning. Existensen av dotterbolaget medför emellertid att VPC måste avge koncernredovisning, ombesörja särskild revision för dotterbolaget etc. Utan att man ger avkall på den grundläggande principen bör regleringen justeras så att den ger utrymme för VPC att själv åta sig uppgifter som konföförande institut med kontraheringsplikt. I sådant fall behöver inte något dotterbolag finnas för ändamålet. Denna lösning är också lämpligare med hänsyn till att, om konkurrensen enligt utredningens förslag släpps fri, eventuella konkurrenser till VPC sannolikt ofta väljer att arbeta utan fristående konföförande institut.

3 kap. 3 §

Andra konföförande institut än Sveriges riksbank och Riksgäldskontoret *och utländska företag* står under tillsyn av Finansinspektionen och skall lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Tillstånd att vara konföförande institut kan återkallas av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer, om det konföförande institutet genom att överträda denna lag eller på annat sätt visar sig olämpligt att utöva verksamhet som sådant institut.

Ett beslut om återkallelse av tillstånd att vara konföförande institut får fattas att gälla tills vidare i avvaktan på att ärendet avgörs.

Ändringen utgör en följd av att även utländska företag enligt 3 kap. 1 § andra stycket skall kunna bli konföförande institut.

Det bör emellertid anmärkas att reglerna i andra stycket om att tillstånd som konföförande institut kan återkallas givetvis också gäller sådant tillstånd för utländskt företag. Finansinspektionen är i sådana fall

beroende av det i det föregående förutsatta informationsutbytet med det utländska tillsynsorganet.

3 kap. 4 §

Upphör att gälla.

4 kap. 11 §

En anteckning på ett aktiekonto skall rättas av den som har vidtagit registreringsåtgärden, om anteckningen innehåller någon uppenbar oriktighet till följd av att den som vidtagit registreringsåtgärden eller någon annan har gjort sig skyldig till skrivfel, räknefel eller liknande förbiseende eller till följd av något tekniskt fel. Tillfälle att yttra sig skall lämnas den vars rätt berörs, *om inte rättelsen är till förmån för denne eller yttrande annars är uppenbart obehövligt.*

Förslaget till ändring av paragrafens sista mening har behandlats i avsnitt 6.2.6.

5 kap. 1 §

När en registreringsåtgärd har verkställts genom anteckning på ett aktiekonto skall värdepapperscentralen *skyndsamt* underrätta alla som är registrerade på kontot enligt 2 kap. 3 § första stycket 1 eller 2 eller 8 kap. 3 § 1, i den mån de berörs av åtgärden.

Var och en som är registrerad på ett aktiekonto enligt 2 kap. 3 § första stycket 1 eller 2 eller 8 kap. 3 § 1 har rätt att på begäran få besked från värdepapperscentralen om kontots innehåll i den mån innehålllet berör hans rätt. I ett sådant besked skall på begäran även anges vilka rättsverkningar som enligt denna lag är knutna till uppgifterna på kontot.

Värdepapperscentralen skall varje år före *utgången av januari månad* lämna innehavaren av ett aktiekonto besked om kontots innehåll per den 31 december föregående år. *För det fall innehavaren begär det skall beskedet* ange de förändringar på kontot som har ägt rum under det sistnämnda året.

Underrättelser och besked enligt denna paragraf skall lämnas utan kostnad.

Ändringarna av paragrafens första och tredje stycke, vilka syftar till att minska antalet meddelanden, har behandlats i avsnitt 6.2.6.

7 kap. 1 §

Om någon tillfogas skada till följd av oriktig eller missvisande uppgift i ett avstämningsregister eller i annat fall genom fel i samband med uppläggning eller förande av ett sådant register, har han rätt till ersättning av värdepapperscentralen, om inte värdepapperscentralen visar att felaktigheten beror på omständighet utanför dess kontroll vars följderna den skäligen inte kunde ha undvikit eller övervunnit.

Beror felaktigheten på ett kontoförande institut, är värdepapperscentralen fri från skadeståndsskyldighet om också det kontoförande institutet skulle vara fritt enligt första stycket. Motsvarande gäller om felaktigheten beror på någon som har anlitats av värdepapperscentralen eller av kontoförande institut.

Ändringen är främst redaktionell och beror på utredningens förslag att nuvarande 7 kap. 1 § skall upphävas och att 7 kap. 2 § byter plats och blir 7 kap. 1 §. I paragrafen har enbart den ändringen gjorts att ordet "endast" har strukits i andra stycket.

7 kap. 2 §

Om någon tillfogas skada genom beslut om omprövning enligt 4 kap. 10 § eller beslut om rättelse har han rätt till ersättning av värdepapperscentralen, om han inte insåg eller med hänsyn till arten av felet eller andra omständigheter borde ha insett att fel förekommit.

Ändringen är redaktionell och paragrafen överensstämmer med nuvarande 7 kap. 3 §.

7 kap. 3 §

Beror skada som avses i 1 eller 2 § på ett konföörande institut eller någon som har anlitats av ett sådant institut, är värdepapperscentralen fri från skadeståndsskyldighet, om centralen visar att det konföörande institutet eller den som institutet har anlitat uppsätligt eller av oaktsamhet har vållat skadan.

Paragrafen är ny och har behandlats närmare i avsnitt 6.2.8. För att VPC skall undgå ansvar med stöd av förevarande paragraf förutsätts att skadan i sin helhet härrör från ett oaktsamt eller uppsätligt handlande från det konföörande institutet eller den institutet anlitat. Paragrafen har utformats med 8 kap. 4 § i den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton som förebild.

7 kap 4 §

Ersättning enligt 1 eller 2 § kan efter skälighet sättas ned eller helt falla bort, om vållande på den skadelidandens sida har medverkat till skadan.

Ändringen är redaktionell och sammanhänger med förslaget att nuvarande 7 kap. 1 § skall upphävas.

7 kap. 5 §

Om ett konföörande institut eller annat företag genom vållande har medverkat till en skada som avses i 1 eller 2 §, har värdepapperscentralen rätt att från företaget kräva tillbaka utbetald ersättning i den mån det är skäligt med hänsyn till skadans orsak och omständigheter i övrig.

Även denna ändring är redaktionell och sammanhänger med förslaget att nuvarande 7 kap. 1 § skall upphävas.

7 kap. 6 §

Vad som föreskrivs i 1-5 §§ gäller ej i den mån annat följer av avtal. Innebär sådant avtal att värdepapperscentralens ersättningsansvar enligt nämnda paragrafer begränsas i förhållande till annan än konto-

förande institut, är avtalet giltigt endast om det har godkänts av Finansinspektionen.

Paragrafen som är ny har utförligt kommenterats i avsnitt 6.2.8. En motsvarande möjlighet att träffa avtal fanns enligt 8 kap. 7 § i den numera upphävda lagen om penningmarknadskonton. Regleringen innebär att VPC kan träffa avtal om ansvarsbegränsning med t.ex. konstoförande institut. För det fall VPC träffar avtal om sådan begränsning med annan än konstoförande institut erfordras godkännande av Finansinspektionen för avtalets giltighet.

8 kap. 4 §

Om den som äger aktier som förvaltas av en auktoriserad förvaltare eller den som har tillstånd enligt 1 § vill delta i en bolagsstämma, skall han på begäran tillfälligt föras in i aktieboken. När bolagsstämman har ägt rum, skall aktieägaren föras av från aktieboken.

Ändringen innebär att även den som äger aktier som förvaltas av någon som har tillstånd enligt 8 kap. 1 § har möjlighet att tillfälligt bli införd i aktieboken. Beträffande motiveringen till ändringen hänvisas till avsnitt 6.2.4.

9 kap. 1 §

På begäran av svensk fysisk eller juridisk person som vill utfärda eller har utfärdat ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning skall värdepapperscentralen besluta att skuldförbindelserna skall registreras i ett avstämningsregister enligt bestämmelserna i detta kapitel.

Bestämmelserna i detta kapitel om skuldförbindelser skall i tillämpliga delar även gälla

1. företrädesrätt att delta i emission som avses i 5 kap. aktiebolagslagen (1975:1385) och 5 kap. bankaktiebolagslagen (1987:618),
2. konverteringsrätt och optionsrätt till nyteckning som avses i 5 kap. aktiebolagslagen och 5 kap. bankaktiebolagslagen.

Värdepapperscentralen får besluta att även andra finansiella instrument avsedda för allmän omsättning än sådana som avses i första eller andra stycket eller 1 kap. 2 § första eller andra stycket skall registreras i ett avstämningsregister. Bestämmelserna i detta kapitel om skuldförbindelser skall i tillämpliga delar gälla även i fråga om sådana finansiella instrument.

Ändringarna har behandlats i den allmänna motiveringen under 6.2.1.

Första stycket

När det i första stycket av förevarande paragraf talas om att VPC är skyldig att registrera ensidiga skuldförbindelser avsedda för allmän omsättning på begäran av emittenten sägs inte att det är svenska skuldebrev som åsyftas. I samband med att det nu enligt utredningens förslag öppnas möjlighet för registrering av utländska finansiella instrument bör i första stycket anges att detta tar sikte endast på sådana skuldförbindelser som skall utfärdas eller har utfärdats av svensk fysisk eller juridisk

person. Det är enligt utredningens mening endast i fråga om sådana förbindelser som VPC bör ha skyldighet att svara för registrering.

I fråga om aktier får detta anses följa av 1 kap. 2 § första stycket, där det föreskrivs att aktier i avstämningsbolag skall registreras i avstämningsregister; att lagen här syftar endast på bolag som i den mening som avses i aktiebolagslagen utgör avstämningsbolag torde framgå med erforderlig tydlighet.

Andra stycket

Ändringen innebär att punkt 3 och 4 utgår. Enligt utredningens förslag till nytt tredje stycke skall VPC få besluta att även andra finansiella instrument avsedda för allmän omsättning än sådana som anges i första eller andra stycket eller 1 kap. 2 § första eller andra stycket får registreras i ett avstämningsregister. Tredje stycket skulle kunna kallas det frivilliga registreringsområdet i motsats till det obligatoriska området, nämligen de instrument VPC enligt lagen skall registrera. För närvarande föreligger skyldighet för VPC att registrera s.k. depåbevis (punkt 3) och även s.k. inköpsrätter (punkt 4). Någon skyldighet för VPC att registrera sådana instrument bör enligt utredningens bedömning inte föreligga utan dessa bör ingå i det frivilliga registreringsområdet enligt tredje stycket.

Tredje stycket

Det nya tredje stycket innebär att det införs en generell möjlighet att registrera finansiella instrument enligt aktiekontolagen. För registrering bör dock som framhållits i avsnitt 6.2.1 krävas att instrumentet har eller utan olägenheter kan tilläggas sådana egenskaper som utmärker löpande skuldebrev och att det är så konstruerat att det är tekniskt förenligt med registreringssystemet.

Bestämmelserna i kapitlet om skuldförbindelser anses i tillämpliga delar gälla även för andra finansiella instrument som inte följer reglerna för aktier. Av att bestämmelserna gäller endast i tillämpliga delar följer att vissa sådana uppgifter som skall antecknas i ett konto för skuldförbindelser kan tänkas vara inaktuella i fråga om andra finansiella instrument.

Avsikten med den nya bestämmelsen är att sådana instrument som är föremål för handel på den svenska värdepappersmarknaden oavsett utgivare skall kunna registreras enligt aktiekontolagen. Detsamma bör gälla andra instrument som inte i egentlig mening är föremål för handel - t.ex. i vissa fall aktier utgivna vid fondemission i utländskt bolag - om det finns praktiska skäl för en registrering i svenskt avstämningsregister.

De instrument som åtminstone för närvarande i praktiken är föremål för handel på den svenska värdepappersmarknaden finns omnämnda i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. I denna lag definieras finansiella instrument och fondpapper. Med fondpapper avses enligt 1 kap. 1 § aktie eller obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägars rätt gentemot den som för hans

räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis). För att uppfylla kravet på att vara avsett för allmän omsättning skall enligt förarbetena instrumentet vara konstruerat på ett sådant sätt att det enkelt och smidigt kan överlätas på värdepappersmarknaden. Instrumentet bör för varje behörig innehavare medföra en självständig, av föregående innehavares förhållande oberoende rätt att göra handlingen gällande. Löpande skuldebrev anges som exempel på ett sådant instrument. (Prop. 1990/91:142 s. 87).

Begreppet finansiella instrument är i nyssnämnda lag, 1 kap. 1 §, definierat som fondpapper eller annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. De finansiella instrument som inte är fondpapper kännetecknas, enligt förarbetena, av att rättigheten eller förpliktelsen riktar sig mot annan än den som traditionellt är att anse som emittent av fondpapper på värdepappersmarknaden (prop. 1990/91:142 s. 86).

Det senaste årtiondet har de finansiella marknaderna kännetecknats av en strid ström av nya finansiella instrument. Även nya handelsvägar och ny handelsteknik utmärker de senaste årens utveckling på de finansiella marknaderna. Mot denna bakgrund synes det något vanskligt att även fortsättningsvis knyta rätten till registrering enligt aktiekontolagen till en uppräknig i lagen. I stället talar utvecklingen på de finansiella marknaderna för att ett mer flexibelt regelsystem tillskapas som medger att nya instrument registreras utan föregående lagändring. En sådan lösning ligger även väl i linje med vad som uttalats i propositionerna som föregick det kontobaserade systemet, nämligen att systemet skulle kunna utvidgas och även skulle vara flexibelt, exempelvis inte hindra en internationalisering av verksamheten (se prop. 1987/88:108 s. 23 och prop. 1988/89:152 s. 77). Begreppet finansiella instrument omfattar som ovan behandlats förutom fondpapper sådana rättigheter eller förpliktelser som riktar sig mot annan än den som traditionellt är att anse som emittent av fondpapper på värdepappersmarknaden. Redan i dag kan instrument som rent faktiskt borde betecknas som finansiella instrument registreras enligt aktiekontolagen, nämligen s.k. depåbevis och inköpsrätter. Båda dessa instrument innebär rättighet eller förpliktelse mot annan — depåbank resp. annat aktiebolag än det som utgivit aktierna som inköpsrätten avser — än den som traditionellt är att anse som emittent av fondpapper. Enligt utredningens mening bör således finansiella instrument kunna registreras enligt aktiekontolagen om instrumentet dels uppfyller kravet på civilrättsliga egenskaper, dels är tekniskt förenligt med registreringsystemet.

En särskild fråga, nämligen möjligheten att registrera andelar i en värdepappersfond enligt aktiekontolagen har behandlats i avsnitt 8.

Utredningen är införstådd med att den nya gränsdragningen för vilka instrument som kan registreras med rättsverkningar enligt aktiekontolagen inte är helt oproblematiske. Kännetecknande för de finansiella marknaderna de senaste åren är just den ständiga strömmen av nya instrument. Utredningen har därför övervägt att enligt danskt mönster kräva godkännande av Finansinspektionen för registrering av instrument med stöd av tredje stycket men stannat för att inte uppställa något krav

på inspektionens godkännande i varje särskilt fall för att registrering skall få ske. Det är dock naturligtvis lämpligt att VPC inom ramen för inspektionens löpande tillsyn samråder med denna i de registreringsfrågor som här avses. För det fall tveksamhet skulle uppkomma om ett instrument har de egenskaper som erfordras för registrering enligt aktiekontolagen kan VPC även begära att ansökan om registrering åtföljs av utlåtande om instrumentet är kompatibelt med aktiekontolagen av lämplig person. VPC kan också för det fall bolaget anser att Aktiekontonämnden skall finnas kvar utvidga nämndens verksamhet till att lämna utlåtande om ett instruments förenlighet med aktiekontolagen.

Någon skyldighet för VPC att registrera andra instrument än de i 9 kap. första och andra stycket och 1 kap. 2 § första och andra stycket aktiekontolagen särskilt uppräknade bör som förut nämnts inte lämpligen föreskrivas. Konsekvenserna av en sådan ordning skulle inte kunna överblickas.

Registreras med stöd av tredje stycket ett finansiellt instrument hos VPC, skall enligt förevarande stycke de för svenska skuldförbindelser gällande reglerna i tillämpliga delar gälla för instrumentet. Detta gäller även i fråga om aktier i utländska bolag. Vissa av de enligt aktiekontolagen för svenska aktier gällande bestämmelserna — t.ex. 8 kap. 8 § — saknar nämligen aktualitet beträffande utländska aktier. I fråga om skydd mot exempelvis dubbelöverlåtelse och mot överlåtarens borgenärer blir emellertid aktiekontolagen fullt ut tillämplig.

Utländska finansiella instrument, även sådana som har dokumentform i utgivningslandet, skall kunna registreras enligt aktiekontolagen. För registrering i VP-systemet krävs i så fall att instrumenten immobiliseras, dvs. att de förvaras av VPC, eller av annan för VPC:s räkning. Bestämmelser om detta har upptagits i 1 kap. 3 § fjärde stycket.

9 kap. 9 §

Om betalning av kapitalbelopp eller ränta på grund av skuldförbindelse skall göras utan förmedling av värdepapperscentralen, har utfärdaren av skuldförbindelsen rätt att, i den mån det behövs för detta ändamål, beträffande konton för den skuldförbindelsen få uppgifter från värdepapperscentralen om borgenärens eller förvaltarens namn, personnummer eller annat identifieringsnummer samt postadress.

Första stycket tillämpas också, om värdepapperscentralens registrering av skuldförbindelsen upphör.

Bestämmelsen som har förebild i 6 kap. 2 § i den numera upphävd lagen om penningmarknadskonton har behandlats i den allmänna motiveringen i avsnitt 6.2.5.

9 kap. 10 §

Upphör att gälla

10 kap. Överklagande

10 kap. 1 §

Beslut av förvaltningsmyndighet enligt denna lag överklagas hos kammarrätten. Sådant beslut får verkställas omedelbart om inte kammarrätten förordnar något annat.

Bestämmelsen om överklagande har flyttats från 3 kap. 4 § och omfattar förutom Finansinspektionens beslut om kontoförande institut enligt 3 kap. även inspektionens beslut enligt 1 kap. 6 §.

Ändringen innebär också att beslut i frågor som rör tillsynen överklagas hos kammarrätten i stället för hos regeringen. Numera är den vanliga instansordningen att sådana frågor överklagas hos kammarrätten (se bl.a. prop. 1991/92:113 s. 211).

Övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.

2. Frågor om förordnande enligt 1 kap. 6 § kan prövas före ikraftträdandet.

Behov kan tänkas uppkomma av att förordnande enligt 1 kap. 6 § meddelas före ikraftträdandet. En ikraftträdandebestämmelse som ger möjlighet härtill har därför föreslagits.

Utredningen har föreslagit ändringar i 7 kap. aktiekontolagen angående rätten till ersättning. Av allmänna rättsgrundsatser följer att de ändrade bestämmelserna blir tillämpliga endast på skadefall som inträffar efter ikraftträdandet medan äldre lag skall tillämpas beträffande skadefall som har uppkommit dessförinnan. Någon övergångsbestämmelse i detta hänseende är alltså inte nödvändig.

9.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

1 kap. 1 §

Företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument kan få auktorisation som börs eller marknadsplats enligt denna lag.

Clearingverksamhet eller avvecklingsverksamhet får yrkesmässigt bedrivas endast av Sveriges riksbank och av företag som har fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag. Vid som i 8 och 9 kap. föreskrivs om clearing och clearingverksamhet gäller även i fråga om avveckling och avvecklingsverksamhet.

Frågor om auktorisation och tillstånd prövas av Finansinspektionen. *Finansinspektionen kan medge undantag från kravet på tillstånd.*

Andra stycket

I stycket föreskrivs för närvarande att clearingverksamhet inte får bedrivas utan tillstånd. Även med den utvidgade definitionen av be-

greppet clearingverksamhet som utredningen föreslår avses detta fortfarande gälla. Också avvecklingsverksamhet föreslås bli tillståndspliktig.

Med den nya lydelsen faller den genom Riksbankens försorg bedrivna avvecklingsverksamheten mellan affärsbankerna (RIX-systemet) under definitionen. Riksbankens verksamhet skall emellertid självfallet inte vara underkastad tillstånd eller tillsyn enligt lagen. Andra stycket har ändrats i enlighet härmed.

Med hänsyn till det nära sambandet mellan clearing- och avvecklingsverksamhet bör bestämmelserna i 8 och 9 kap. om clearing och clearingverksamhet gälla även avveckling och avvecklingsverksamhet. Detta har angetts i förevarande paragraf.

Tredje stycket

Med den allmänna definition av clearing- och avvecklingsverksamhet som utredningen föreslår 1 kap. 4 § kan tänkas fall då tvekan kan uppkomma huruvida verksamheten faller under definitionen samtidigt som det kan diskuteras om de särskilda reglerna bör vara tillämpliga. Ett exempel kan vara den verksamhet som bedrivs av Bankgirocentralen. Ett annat exempel är den clearing- och avvecklingsverksamhet avseende finansiella instrument som bedrivs av stora banker både i Sverige och andra länder. Bankerna är förvarare (custodian, global custodian) av finansiella instrument åt andra inhemska och utländska institut (se avsnitt 2.7 om depåbankssystemet och 3.3.5 om Euroclear och Cedel). Om banken därvid t.ex. överför finansiella instrument mellan olika instituts konton i bankens eget system kan banken komma att bedriva verksamhet i enlighet med den föreslagna definitionen.

Om verksamheten bedrivs som ett led i en banks eller ett värdepappersbolags värdepappersrörelse i liten skala utan att vara förenad med särskilda risker bör verksamheten inte vara förenad med tillståndsplikt. För sådana och likartade fall har Finansinspektionen tillagts befogenhet att föreskriva undantag från tillståndskravet generellt eller för särskilda fall. I den mån ett sådant undantag har medgetts och alltså tillstånd enligt 8 kap. inte meddelas blir det ansvariga institutet inte clearingorganisation i lagens mening. Vid motsatt förhållande, dvs. verksamheten har sådan omfattning att den i praktiken utgör ett alternativ till clearing och avveckling genom en clearingorganisation bör tillstånd givetvis erfordras. Som påpekats vid ett flertal tillfällen kan väsentliga risker föreligga vid clearing och avveckling. Samma lagreglerade minimikrav på exempelvis finansiella och operationella resurser samt riskhantering bör därför gälla oavsett om clearing- och avvecklingsverksamhet bedrivs av ett institut som kallar sig clearingorganisation eller om sådan verksamhet bedrivs av t.ex. en bank eller värdepappersbolag under beteckningen förvarings- eller depåtjänster. Skälen härtill är utöver säkerhetsaspekten även konkurrenssynpunkter.

1 kap. 4 §

I denna lag betyder

1. börs: företag som har fått auktorisation enligt 2 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument mellan till verksamheten anslutna medlemmar,

2. börsmedlem: den som av en börs har fått tillåtelse att delta i handeln vid börsen,

3. auktoriserad marknadsplats: företag som har fått auktorisation enligt 7 kap. att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument,

4. clearingverksamhet: *en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar utjämna förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra eller i att genom inträdande som part eller på annat sätt garantera att sådana förpliktelser fullgörs,*

5. *avvecklingsverksamhet: en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar sörja för att förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra avvecklas genom överförande av likvid eller instrument,*

6. clearingorganisation: företag som har fått tillstånd enligt 8 kap. att bedriva clearing- eller avvecklingsverksamhet,

7. clearingmedlem: den som av en clearingorganisation har fått tillstånd att delta i clearing eller avveckling hos organisationen,

8. termin: ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande,

9. finansiellt instrument och fondpapper: vad som anges i 1 kap. 1 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument,

10. EES: Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

I paragrafen förslås en ändrad beskrivning av den verksamhet som enligt lagen skall anses som *clearingverksamhet*. Vidare definieras *avvecklingsverksamhet*.

Såväl i juridiskt som i vanligt svenskt språkbruk har begreppet clearing sedan gammalt innebörden av betalningsutjämning och avräkning av motstående fordringar. Samma betydelse torde uttrycket ursprungligen ha haft även i anglosaxiskt språkbruk, men efter hand har en viss betydelseförskjutning ägt rum. Ibland reserverar man numera termen clearing för själva uträkningen av parternas förpliktelser — eventuellt även matchningen av dessa — medan utjämningen av betalnings- och leveransförpliktelser kallas netting och avvecklingen settlement.

Det vanliga är dock att clearing anses innefatta utjämning av förpliktelser. I denna mening används uttrycket i den s.k. DVP-rapporten från år 1992. I exempelvis Kesslerrapporten betecknar clearing netting av fordringar och motfordringar utförd av en clearingorganisation vid ett visst tillfälle. I internationella finanslexikon (t.ex. Barrons) görs en åtskillnad mellan "clear" som innebär uträkning och/eller matchning och "clearing" som innefattar betalningsutjämning. Med clearingorganisation avses allmänt ett organ som svarar för såväl uträkning som netting och avveckling.

Som berörts redan i den allmänna motiveringen anser utredningen att sådan verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar räkna ut förpliktelser för dem att betala eller att leverera finansiella

instrument till varandra inte är en vare sig tillräcklig eller nödvändig betingelse för att clearingverksamhet skall anses föreligga. En clearingorganisation utför vanligen detta arbete men det behöver inte anges i definitionen.

Med clearingverksamhet i lagens mening avses en av en clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar utjämna förpliktelser för dem att betala eller att leverera finansiella instrument till varandra eller i att genom inträdande som part eller på annat sätt garantera att sådana förpliktelser fullgörs,

Utjämningen av förpliktelser kan avse betalning eller leverans av finansiella instrument. Nettningsav valutaaffärer innebär en utjämning av betalningsförpliktelser och omfattas följaktligen av lagens definition. Lagstiftningen på värdepappersmarknaden omfattar som regel inte avistahandeln med valutor (se t.ex. Dir. 1993:103 s. 4 och 5). För att klargöra att valutahandeln omfattas av den nya definitionen har angetts att clearingverksamhet omfattar utjämning av förpliktelser att betala i *svensk eller utländsk valuta*. Däremot omfattas inte någon annan utjämning av leveransförpliktelser — även om förpliktelserna skulle avse fungibla ting — än sådan som avser finansiella instrument. Det förutsätts att clearingorganisationens utjämning på grundval av det underliggande avtalet blir bindande för medlemmarna, låt vara att utjämningen kan vara villkorad av att alla åtaganden som hänför sig till viss period kan fullgöras (se vidare avsnitt 7.5).

För att clearing i lagens mening skall anses föreligga är det inte ett villkor att clearingorganisationen genom inträdande som part eller på annat sätt garanterar att de ifrågavarande förpliktelserna fullgörs. Det kan diskuteras om inträdande som part över huvud taget skall anses innefatta clearing: den utgör snarare s.k. substitution och novation. Å andra sidan är en verksamhet av detta slag, liksom garantiåtaganden, så typisk för en clearingorganisation att den enligt utredningens mening bör innefattas i definitionen.

I det likvidhanteringssystem som är kopplat till registreringarna av ägarförändringar på konton i VP-systemet hanterar VPC bl.a. uträkningen av vilka nettolikvider som kontoförande institut skall erlägga per dag. Principerna för detta system återfinns i propositionen om kontobaserat aktiesystem (prop. 1988/89:152 s. 153-162). Även i det modifierade systemet för penning- och obligationsmarknaden skall VPC räkna ut nettolikviderna för de i denna handel deltagande instituten (ang. VP-systemet för penning- och obligationsmarknaden se avsnitt 2.4.3). Den slutliga likvidutväxlingen sker emellertid i riksbanksclearingen. Den nya definitionen av clearingverksamhet medför att VPC:s verksamhet i denna del är att betrakta som clearingverksamhet trots att VPC enbart verkar som nettningsarrangör och inte ställer några garantier för nettningshållbarhet.

En verksamhet som går ut på att avveckla förpliktelserna på annat sätt än genom nettnings — dvs. genom att överföra betalningsmedel eller finansiella instrument — kallas i lagen *avvecklingsverksamhet*. Även avvecklingsverksamhet förutsätts bedrivas av en clearingorganisation som en fortlöpande verksamhet. Om organisationen inte skulle syssla

med utjämning av förpliktelser utan endast med avveckling enligt principen affär för affär — dvs. brutto — blir organisationen också en tillståndspliktig clearingorganisation. Euroclear och Cedel, som bedriver sin verksamhet efter dessa linjer, skulle alltså om verksamheten bedrevs i Sverige, kommit att vara tillståndspliktiga clearingorganisationer. Det bör därvid anmärkas att SwedeSettles planerade verksamhet, enligt Cedels modell, också kommer att omfattas av tillståndskravet.

Som nyss har behandlats omfattar den nya definitionen utjämning av förpliktelser att betala och att leverera finansiella instrument.

Utjämning av betalningsförpliktelser utgör alltid clearingverksamhet under förutsättning att den sker fortlöpande och under medverkan av en särskild organisation. Detta gäller alltså generellt i fråga om valutaaffärer.

Begreppet finansiella instrument omfattar, enligt 1 kap. 1 § lagen om handel med finansiella instrument, fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden. Till skillnad från vad som nu är fallet omfattar den nya definitionen inte bara optioner och terminer utan även andra derivatprodukter samt fondpapper. Det sistnämnda begreppet definieras också i lagen om handel med finansiella instrument och omfattar bl.a. aktier och obligationer samt sådana andra delägarätter och fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning (angående begreppet fondpapper se prop. 1990/91:142 s. 87-88, 141-143). Utöver fondpapper omfattar som nyss nämnts begreppet finansiella instrument rättigheter och skyldigheter avsedda för handel på värdepappersmarknaden. Med detta avses sådana rättigheter som har tillskapats av andra än dem som traditionellt är att anse som emittenter på värdepappersmarknaden (a.prop.s. 143). Liksom för närvarande kommer alltså definitionen av clearingverksamhet att omfatta sådana optioner och terminer som handlas på en marknadsplats och även sådana som har andra underliggande tillgångar än fondpapper, exempelvis valuta- och råvaruterminer (a.prop.s. 141).

Ett särskilt problem möter vid den s.k. OTC-handeln med derivatinstrument. Vid denna handel görs affärerna upp direkt mellan två aktörer. En aktör, t.ex. en bank, kan därvid handla för egen räkning eller uppträda som mellanhand åt den slutliga köparen eller säljaren. Betalningsutjämning och avveckling beträffande dessa instrument sker för närvarande i andra länder vanligen direkt mellan parterna. Detsamma gäller vid valutahandeln. I Sverige sköter emellertid OM clearing och avveckling av t.ex. ränteterminer som handlas direkt mellan parterna (se avsnitt 2.5).

Det är i denna OTC-handel med derivatinstrument och valutor fråga om mycket stora affärer och som framgår av avsnitt 3 och 4 är den förenad med påtagliga risker. Dessa risker har studerats av bl.a. arbetsgrupper tillsatta av centralbankerna i G 10-länderna. Därvid har det framkommit att system med multilateral eller bilateral netting under vissa förutsättningar skulle kunna minska riskerna vid denna handel. Det nu anförda gäller även andra derivatinstrument än optioner och terminer, t.ex. ränte- och valutasvappar, FRA:s och swaptions. Det kan finnas

utrymme för tvekan i vad mån de rättigheter som det här gäller kan hänföras till finansiella instrument.

I definitionen av finansiella instrument anges att dessa skall vara avsedda för handel på värdepappersmarknaden. Med handel på värdepappersmarknaden förstås i sin tur enligt definitionen i insiderlagen (1990:1342) handel på börs eller annan organiserad marknadsplats eller genom värdepappersinstitut (2 §). Insiderlagens definition av handel på värdepappersmarknaden omfattar således inte handel direkt mellan två aktörer, såvida inte en av dem är ett värdepappersinstitut, vilket som nämnts är ett vanligt förfarandet vid OTC-handeln med bl.a. derivatinstrument.

Om insiderlagens definition skall ligga till grund för bestämmningen av vad som utgör handel på värdepappersmarknaden krävs det således att det är fråga om en rättighet som är avsedd för handel på en organiserad marknadsplats eller genom värdepappersinstitut. Det torde kunna förutsättas att, i den mån utjämning av leveransförpliktelser genom en clearingorganisations försorg kommer i fråga med avseende på sådana rättigheter som nu avses, dessa som regel är avsedda för handel genom exempelvis värdepappersinstitut och följaktligen att betrakta som finansiella instrument. Därmed blir clearingverksamheten i denna del underkastad tillståndskrav och tillsyn. Utjämning av förpliktelser att betala i sådana avtalsrelationer som nu är i fråga utgör alltid tillståndspliktig clearing under förutsättning att den sker fortlöpande under ledning av en clearingorganisation.

8 kap. 4 §

Bestämmelserna i 2 kap. 3 § om ansökan innan bolaget eller föreningen har registrerats, i 2 kap. 4 § om godkännande av bolagsordning eller stadgar, i 2 kap. 5 § om kapital, i 2 kap. 6 § om styrelses storlek och verkställande direktör och i 2 kap. 8 § om sekretess skall tillämpas även i fråga om clearingorganisation.

I den i 2 kap. angivna planen för verksamheten skall en clearingorganisation beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med verksamheten och hur dessa risker skall hanteras.

Enligt 8 kap. 4 § jämfört med 2 kap. 3 § skall till en ansökan om tillstånd att bedriva clearingverksamhet fogas en plan för den tilltänkta verksamheten. Beträffande innehållet i planen har i förarbetena till bestämmelserna angetts att det bör kunna överlämnas till Finansinspektionen att ange vilka uppgifter som skall finnas med i en verksamhetsplan såsom har skett enligt motsvarande bestämmelse i lagen om värdepappersrörelse (prop. 1991/92:113 s. 174).

Såsom motiverats i avsnitt 7.2.2 har utredningen bedömt det som väsentligt att denna plan innehåller en riskanalys av den planerade verksamheten och en beskrivning av hur de huvudsakliga riskerna skall hanteras (riskhanteringsplan) samt att detta krav på planens innehåll bör nämnas särskilt i lagen. I samma avsnitt har utredningen berört hur frågor rörande riskhanteringsplanen och ansvaret för hanteringen av riskerna bör behandlas av clearingorganisationens styrelse och verkställande ledning.

8 kap. 5 §

En clearingorganisation skall *genom eget kapital, garanti eller försäkring eller på annat liknande sätt ha en tillfredsställande beredskap för sådant betalningsansvar som kan uppkomma för organisationen till följd av clearingverksamheten. Organisationen skall kunna tillgodose säkerhetskrav som är förenade med verksamheten.*

Den nuvarande föreskriften i denna paragraf om krav på kapital, garanti, försäkring eller motsvarande har ändrats på det sättet att kravet uttryckligen relateras till det betalningsansvar som kan drabba clearingorganisationen. Härvid är att beakta inte bara sådana risker som organisationen exponerar sig för i det fallet att den inträder som part eller garanterar affärsavtalen utan också ansvaret till följd av tänkbara fel i verksamheten. Men föreskriften skall inte uppfattas på det sättet att organisationen behöver ha täckning för alla krav som teoretiskt sett kan komma i fråga; det är tillräckligt om den har en beredskap som enligt tillsynsmyndighetens bedömande kan anses tillfredsställande.

Som utredningen anført i den allmänna motiveringen i avsnitt 7.2.1 är säkerhetskravet av så grundläggande betydelse för en clearingorganisation att det lämpligen bör anges uttryckligen i lagen. Detta har skett genom den föreslagna nya andra meningen. Kravet på säkerhet skall uppfattas i vid mening och innefattar inte bara juridisk säkerhet utan också krav på organisation och riskhanteringsrutiner samt säkra tekniska system.

8 kap. 6 §

En clearingorganisation får som medlem ha endast den som har *beredskap att tillgodose säkerhetskrav som är förenade med verksamheten, erforderliga riskhanteringsrutiner, säkra tekniska system* och som i övrigt bedöms vara lämplig att delta i clearingens hos organisationen.

Om en clearingmedlem inte längre uppfyller de krav som anges i första stycket, skall clearingorganisationen besluta att medlemskapet skall upphöra.

Har ett clearingmedlemskap upphört på grund av beslut enligt andra stycket, får medlemmen, om det finns särskilda skäl, ändå vidta åtgärder i förhållande till clearingorganisationen för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

Förslaget, som innebär att bestämmelsen har kompletterats med föreskrift i första stycket om att clearingmedlemmar skall ha ändamålsenlig organisation, erforderliga riskhanteringsrutiner och säkra tekniska system, har motiverats i avsnitt 7.3.

9 kap. 1 §

En clearingorganisation skall ha ändamålsenliga regler för hur clearingens hos organisationen skall gå till. *Särskild uppmärksamhet skall ägnas åt att reglerna är hållbara från rättslig synpunkt.*

Clearingen skall ske under förhållanden som överensstämmer med denna lag och andra författningar samt med god sed på värdepappersmarknaden.

Bestämmelsens första stycke har ändrats i syfte att det i avsnitt 7.3. berörda att kravet på stabil juridisk grund skall framgå av lagen. Detta krav gäller hela den juridiska infrastrukturen för verksamheten.

9 kap. 2 §

En clearingorganisation som inträder som part i handeln eller garanterar förpliktelser skall se till att det vid clearingen ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består. Vid annan clearingverksamhet skall en clearingorganisation se till att det ställs säkerhet för gjorda åtaganden i den utsträckning det behövs.

Säkerhet skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas.

Förslaget har motiverats i avsnitt 7.3.

9 kap. 6 §

En clearingorganisation får, utöver clearingverksamhet, i företaget driva endast sådan verksamhet som har nära samband med den.

För verksamhet som består i att i syfte att underlätta clearingverksamheten, förmedla försträckning av finansiella instrument eller lämna kredit mot säkerhet fordras särskilt tillstånd av Finansinspektionen.

Om det finns särskilda skäl, får Finansinspektionen tillåta en clearingorganisation att driva även annan verksamhet.

Sidoverksamheter för clearingorganisationer har behandlats i avsnitt 7.2.3 i allmänmotivering.

Det framgår av förarbetena till lagen om börs- och clearingverksamhet att börs- och clearingverksamhet får bedrivas i samma företag (prop. 1992/93 s. 76 och 77). Därutöver får en clearingorganisation bedriva registrering av finansiella instrument på konto och annan verksamhet som har nära samband med clearingverksamheten. Sådan annan verksamhet kan t.ex. vara s.k. förvaringstjänster. En verksamhet som måste anses sakna nära samband med clearingverksamhet är förvaltning av annans fondpapper. Därmed erfordras tillstånd för att en clearingorganisation skall få bedriva sådan förvaltning.

En clearingorganisation får för att underlätta clearing och avvecklingen förmedla försträckningar av finansiella instrument (värdepapperslån) för att exempelvis lösa leveransproblem. Vidare får en clearingorganisation lämna clearingmedlemmarna kredit mot säkerhet. Nu nämnda verksamheter har visserligen nära samband med clearing och avveckling men kan medföra icke obetydliga risker för en clearingorganisation och kräver därför särskilt tillstånd från Finansinspektionen.

Verksamhet av annat slag får bedrivas om det finns särskilda skäl och Finansinspektionen har givit tillstånd. I allmänmotiveringen har förordats en restriktiv inställning till sådan verksamhet för en clearingorganisation, framförallt med hänsyn till vikten att slå vakt om möjligheterna att kontinuerligt övervaka och kontrollera organisationens finansiella ställning. För det fall det dessutom är fråga om en riskfylld sidoverksamhet bör det föreligga mycket speciella omständigheter för att en sådan skall tillåtas.

Clearingorganisations eller clearingmedlems konkurs

9 kap. 8 §

Har i avtal om clearingverksamhet gjorts förbehåll om att, för det fall clearingorganisationen eller clearingmedlem försätts i konkurs, konkursboet inte får delta i fortsatt utjämning av förpliktelser eller att avräkning av utestående förpliktelser skall ske, gäller förbehållet mot konkursboet. Vad som har sagts nu tillämpas på motsvarande sätt i fråga om förbehåll i avtal om utjämning av förpliktelser att betala eller att leverera finansiella instrument som har träffats utan medverkan av en clearingorganisation.

Som har berörts i den allmänna motiveringen föreslår utredningen en regel som tar sikte på det fallet att en clearingmedlem försätts i konkurs. Regeln innebär att ett förbehåll i det till grund för clearingverksamheten liggande avtalet om att konkursboet inte får delta i clearingverksamheten eller att avräkning av utestående förpliktelser skall ske gäller mot konkursboet. Med de krav som bör ställas på clearingmedlemmar är det nämligen uppenbarligen inte förenligt att clearingorganisationen skulle vara tvingad att godta ett konkursbo som clearingmedlem. De olika uppfattningar som har gjort sig gällande beträffande frågan om 63 § köplagen innefattar en tvingande eller dispositiv reglering medför emellertid för närvarande viss tvekan i frågan om ett sådant avtal är gällande mot konkursboet. Utredningen har därför bedömt det som nödvändigt att föreslå en uttrycklig regel i ämnet. Det bör framhållas att utredningen härigenom inte tar ställning till frågan om 63 § köplagen i andra sammanhang skall anses dispositiv eller inte; den föreslagna regeln får alltså inte läsas motsatsvis.

Eftersom en clearingorganisation kan vara part i förevarande typ av avtal skall regeln även omfatta en sådan organisation. Denna paragraf täcker också avtal om clearing vid avistahandel med valutor, vilket framgår av definitionen av clearingverksamhet i 1 kap. 4 §.

Innebörden av den förordade regeln är att, om ett avtal av nämnt slag föreligger, en slutavräkning i förhållande till konkursboet skall göras i anslutning till konkurstillfället. Denna slutavräkning torde som regel komma att omfatta samtliga parternas mellanhavanden enligt avtalet om clearing och därmed även framtida utfallande förpliktelser att leverera eller att betala. Utredningen tänker i det sammanhanget främst på avtal avseende derivatinstrument, exempelvis optioner, terminer och svappar. Praktiskt sett kan det ske genom att dessa instrument blir föremål för en marknadsvärdering per den dag slutavräkningen skall ske.

Eftersom det kan vara vanskligt att göra avräkningen per konkursdagen — tidpunkten på dagen för konkursen kan då få betydelse — avses regeln ge utrymme även för en avräkning dagen före konkursdagen. Frågan om den exakta tidpunkten för avräkningen får överlämnas till avtalsreglering.

Den föreslagna föreskriften bör anses analogt tillämplig även i fråga om en placerare som inte i teknisk mening är clearingmedlem utan företräds av en medlem, under förutsättning att den till grund för clearingens gällande avtalskonstruktionen innebär att placeraren ändå står i direkt rättsförhållande till clearingorganisationen eller clearingmedlemmarna.

Denna speciella konstruktion tillämpas inom ramen för OM:s verksamhet, där kunderna träffar avtal med OM även när de avser att företrädas av en medlem. I andra fall när en placerare företräds av en clearingmedlem saknar placerarens konkurs omedelbar betydelse för själva clearingen.

Såsom framgår av sista meningen föreslår utredningen också att bestämmelsen skall vara tillämplig på förbehåll i avtal om utjämning av förpliktelser att betala eller leverera finansiella instrument som träffats utan medverkan av en clearingorganisation. Som nyss berörts omfattar begreppet utjämning av förpliktelser även valutaaffärer. Däremot omfattas inte någon annan utjämning av leveransförpliktelser än sådana som avser finansiella instrument.

Förvärvspant

9 kap. 9 §

Clearingorganisation, som i enlighet med de för clearing och avveckling hos organisationen gällande reglerna har åtagit sig betalningsskyldighet för annans förvärv av finansiella instrument, har till säkerhet för sin återgångsfordran gentemot förvärvaren panträtt i instrumenten, under förutsättning att organisationen har besittning till dessa. I fråga om rättighet som registreras enligt aktiekontolagen (1989:827) krävs i stället för besittning att panträtten registreras enligt denna lag. Sådan registrering krävs dock inte i fråga om rättigheter som är förvaltarregistrerade. Är clearingorganisationen kontoförande institut enligt aktiekontolagen med behörighet att verkställa registrering gäller panträtten utan hinder av att registrering inte har skett men har i sådant fall ej företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering.

Panträtt som avses i första stycket tillkommer också clearingorganisationen i förhållande till överlåtare av finansiella instrument till säkerhet för fordran som uppkommit på grund av att organisationen försträckt denne medel motsvarande förväntad betalning för överlåtelser.

Vad som i första och andra styckena föreskrivs om clearingorganisation gäller även i fråga om clearingmedlem.

Första stycket

I paragrafen anges till en början att en clearingorganisation, som i enlighet med de för clearing och avveckling hos organisationen gällande reglerna har åtagit sig betalningsskyldighet för annans förvärv av finansiella instrument, under viss förutsättning har panträtt i instrumenten till säkerhet för sin återgångsfordran gentemot förvärvaren. Här åsyftas alltså det fallet att clearingorganisationen inträder som part eller garant vid affärerna. Denna ordning var avsedd att gälla enligt den numera upphävda lagstiftningen om penningmarknadskonton. Den torde för närvarande i Sverige tillämpas bara inom ramen för OM:s verksamhet.

Men enligt tredje stycket gäller vad som är föreskrivet om en clearingorganisation även i fråga om en clearingmedlem. Enligt 1 kap. 4 § är en clearingmedlem den som av en clearingorganisation fått tillstånd att delta i clearing och avveckling hos organisationen. Även en clearingmedlem som enligt de för clearing och avvecklingen gällande

reglerna har åtagit sig att betala för annans förvärv - det gäller alltså i praktiken bl.a. ett kontoförande institut vid clearingen hos VPC och en likvidbank vid den efterföljande riksbanksclearingen - kan alltså erhålla panträtt i de finansiella instrument som är föremål för förvärv.

De för clearingorganisationen gällande reglerna om clearing och avveckling har som regel fastställts genom avtal. Paragrafen är emellertid tillämplig även om reglerna skulle följa av lag eller vara fastställda enligt myndighets beslut.

Panträtten uppkommer i och med att clearingorganisationen eller clearingmedlemmen har gjort ett definitivt åtagande till förmån för en placerare. Vid clearingen hos VPC sammanfaller detta i praktiken med att placerarens förvärv förs in i den dagliga journalen. Panträtten kan samtidigt härmed registreras i den dagliga journalen, men den kan också med bibehållen rätt för det kontoförande institutet registreras senare, under förutsättning att inte annan registrering har mellankommit. På samma sätt som vid kommissionspant gäller att, om det är det kontoförande institutet självt som åtnjuter panträtten, registreringen inte förutsätter anmälan av annan.

Andra stycket

I Sverige gäller enligt praxis regelmässigt att betalningar för förvärv av finansiella instrument skall ske senast kl. 11.00. För likvider avseende dematerialiserade penningmarknadsinstrument kan enligt nuvarande ordning likvid erhållas först kl. 12.00. En överlåtare av sådana instrument har således för att kunna fullgöra andra betalningar ett stort behov av att under någon timme få "förskott" motsvarande inväntad likvid från den bank som har att motta likviden för hans räkning och som regelmässigt är kontoförande institut för de ifrågavarande finansiella instrumenten. För detta förskott - som i realiteten är en försträckning - har banken ansetts böra vara tillförsäkrad panträtt enligt samma principer som de som gäller enligt första stycket. Enligt nämnda principer fordras att banken har besittning till instrumenten eller registreras som panthavare enligt aktiekontolagen. Registrering fordras dock inte, om banken är kontoförande institut, men panträtten har i sådant fall inte företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering.

Även om den berörda situationen vanligen uppkommer i förhållandet mellan en bank - dvs. en clearingmedlem - och överlåtaren kan den också tänkas uppkomma mellan clearingorganisationen och överlåtaren. Av lagtekniska skäl bör det senare fallet nämnas först i paragrafen. Att vad som gäller i fråga om clearingorganisationen har tillämpning även på clearingmedlem följer av tredje stycket.

Tredje stycket

I stycket föreskrivs i enlighet med vad som förut har angetts att vad som i första och andra stycket har föreskrivits om clearingorganisation även skall gälla beträffande en clearingmedlem. Både s.k. förvärvspant enligt första stycket och pant i samband med förskottsforsträckning enligt andra

stycket skall alltså tillämpas i förhållandet mellan en clearingmedlem och en placerare.

Den föreslagna regleringen innebär att en clearingorganisation eller en clearingmedlem i vissa fall tillförsäkras en legal panträtt i finansiella instrument tillhörande annan. Förslaget har behandlats i avsnitt 7.6.3 i den allmänna motiveringen.

11 kap. 9 §

För prövning av ansökan om auktorisation eller tillstånd enligt denna lag skall sökanden betala avgift enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar. Om Finansinspektionen för bedömning av en viss fråga i prövningen *eller vid den löpande tillsynen* behöver anlita någon med särskild fackkunskap, skall kostnaden för detta betalas av sökanden *eller det företag som tillsynen avser*.

Företag som står under tillsyn enligt denna lag skall med årliga avgifter bekosta Finansinspektionens verksamhet enligt de närmare föreskrifter regeringen meddelar.

Ändringen i första stycket har behandlats i allmänmotiveringen (avsnitt 7.4).

Kostnaderna för den anlitade sakkunskapen skall betalas av det företag tillsynen avser. Sistnämnda företag bör i sådana fall beredas tillfälle att yttra sig och även ta del av offert eller liknande för att skaffa sig en uppfattning om den förväntade kostnaden.

Övergångsbestämmelser

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1995.
2. Frågor om tillstånd för clearingverksamhet som dessförinnan har fått bedrivas utan tillstånd får prövas före ikraftträdandet.

Med den utvidgade definition av clearingverksamhet som utredningen föreslår kommer kravet på tillstånd att utsträckas. Bland annat VPC måste ha tillstånd för sin nuvarande verksamhet. Frågor om tillstånd för verksamhet som tidigare har varit tillståndsfri föreslås därför kunna prövas före ikraftträdandet.

9.3 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder

31 §

Fondbolaget skall föra eller låta föra ett register över samtliga innehavare av andelar i fonden. Om registret förs med hjälp av automatisk databehandling gäller bestämmelserna i datalagen (1973:289) för ett sådant register.

Fondbolaget skall till varje enskild fondandelsägare skriftligen bekräfta att hans fondandelsinnehav registrerats. Av bekräftelsen skall framgå värdepappersfondens beteckning, fondbolaget och förvaringsinstitutet samt var informationsbroschyren, årsberättelser och halvårsredogörelser för fonden finns att få tag i.

Den som har auktoriserats som förvaltare enligt 8 kap. 1 § aktiekontolagen (1989:827) och som förvaltar annans fondandelar får i stället för denne införas i det register som avses i första stycket. Därvid skall särskilt anmärkas att fondandelen förvaltas för annans räkning. Förvaltaren skall tillställa andelsägaren bekräftelse enligt andra stycket samt information som avses i 27 § andra stycket och 33 a § andra stycket. På begäran av fondbolaget eller den som på bolagets uppdrag för registret skall förvaltaren lämna fondbolaget uppgifter om de andelsägare vilkas fondandelar omfattas av förvaltningen samt det antal fondandelar som varje fondandelsägare äger.

Ar aktiekontolagen (1989:827) tillämplig på fondandelarna i värdepappersfonden, förs register som avses i första stycket av Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag eller annan som omfattas av förordnande enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen.

Tredje stycket

Stycket tar sikte på fall då aktiekontolagen inte har gjorts tillämplig på en värdepappersfond. Förvaltarregistrering kan enligt stycket ändå förekomma enligt de principer som gäller enligt aktiekontolagen. Det ankommer i sådant fall på förvaltaren att tillställa fondandelsägarna information från fondbolaget, som bolaget självfallet har att överlämna till förvaltaren. Förvaltaren är också uppgiftsskyldig gentemot fondbolaget. De uppgifter som förvaltaren kan vara skyldig att lämna är fondandelsägarnas namn, personnummer eller annat registreringsnummer samt postadress. Som framgår av lagtexten är förvaltaren också skyldig att uppgge det antal fondandelar som varje delägare innehar.

Av aktiekontolagen framgår att pantsättning av ett finansiellt instrument är fullbordad när förvaltaren underrättats. Motsvarande har avsetts gälla för fall då förvaltarregistrering tillämpas utan att aktiekontolagen gäller för värdepappersfonden. Någon uttrycklig regel för detta fall har inte ansetts nödvändig, eftersom det får anses överensstämma med allmänna principer.

Fjärde stycket

Som anförts i den allmänna motiveringen avses aktiekontolagen kunna göras tillämplig på värdepappersfonder. I så fall bör det — på samma sätt som gäller för aktiebok i ett aktiebolag — ankomma på VPC eller ett eventuellt nytt företag med motsvarande uppgifter att föra registret. Men även fondbolag eller förvaringsinstitut avses kunna utverka tillstånd att på egen hand ombesörja registreringen enligt aktiekontolagen med stöd av den nya bestämmelse som utredningen har föreslagit i 1 kap. 6 § nämnda lag. I sådant fall torde det som regel få förutsättas att tillståndet begränsas till att avse fondandelar samt att tillståndet utformas så att fondbolaget eller förvaringsinstitutet också fullgör de uppgifter som enligt aktiekontolagen ankommer på kontoförande institut.

Några övergångsbestämmelser för det fall att aktiekontolagen görs tillämplig på en värdepappersfond har inte ansetts nödvändiga med hänsyn till att innehavare av andelar i en värdepappersfond enligt första stycket skall finnas registrerade. Beträffande de fondbolag som ännu inte har registrerat sina innehavare av andelsbevis har regeringen i prop.

1993/94:84 lämnat förslag till riksdagen som också har antagits (NU12,rskr. 81), om att förlänga den respittid som ges i 5 § lagen (1990:1115) om ikraftträdande av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Således kommer de fondbolag som fortfarande tillämpar systemet med fondandelsbevis kunna utnyttja de av utredningen föreslagna möjligheterna.

32 a §

Är aktiekontolagen (1989:827) ej tillämplig på fondandelarna i värdepappersfonden gäller i fråga om överlåtelse av en fondandel 31 § lagen (1936:81) om skuldebrev i tillämpliga delar.

När aktiekontolagen är tillämplig på fondandelar i en värdepappersfond följer det av nämnda lag vilka sakrättsliga regler som gäller vid överlåtelse och pantsättning. Som utvecklats i den allmänna motivering måste i annat fall de principer som gäller för enkla skuldebrev antas vara tillämpliga. För att detta skall bli klarlagt har en uttrycklig hänvisning gjorts till 31 § skuldebrevslagen. Att det således är underrättelsen till fondbolaget eller i förekommande fall — förvaltaren som principiellt sett är avgörande och inte själva registreringen torde i allt väsentligt sakna större praktisk betydelse.

9.4 Förslaget till lag om ändring i lagen (1990:325) om självdeklaration och kontrolluppgifter

3 kap. 27 §

Kontrolluppgift om utdelning och innehav skall lämnas av

1. den som utbetalt utdelning på aktie i svenskt aktiebolag som är avstämningsbolag enligt 3 kap. 8 § aktiebolagslagen (1975:1385), 3 kap. 8 § försäkringsrörelselagen (1982:713) eller 3 kap. 8 § bankaktiebolagslagen (1987:618),

2. den som utbetalt utdelning på andel i svensk värdepappersfond som avses i 1 § lagen om värdepappersfonder,

3. den som utbetalt utdelning från utländsk juridisk person, om utdelningen utbetalats genom Värdepapperscentralen VPC Aktiebolags försorg,

4. valutahandlare och värdepappersinstitut hos vilka utländskt fondpapper eller rättighet eller skyldighet som anknyter till sådant fondpapper förvaras i depå eller kontoförs.

Kontrolluppgift skall lämnas för

a) fysisk eller juridisk person som är berättigad att lyfta utdelning för egen del vid utdelningstillfället och

b) fysisk person som hos den uppgiftsskyldige varit antecknad som innehavare av aktie eller andel i värdepappersfond eller utländsk juridisk person eller utländsk aktie eller annat utländskt värdepapper. Kontrolluppgift enligt andra stycket a skall ta upp utbetald utdelning och avdragen preliminär skatt samt i förekommande fall uppgift om utdelningen avser sådan utbetalning som avses i punkt 2 tredje stycket av anvisningarna till 22 § kommunalskattelagen (1928:370) eller 3 § 1 mom. tredje stycket lagen (1947:576) om statlig inkomstskatt.

Kontrolluppgift enligt andra stycket b skall ta upp innehavet vid årets utgång.

Uppgiftsskyldighet enligt denna paragraf föreligger inte för tillgångar på pensionssparkonto eller för utdelning på sådana tillgångar eller för utdelning som inte utgör skattepliktig inkomst enligt lagen (1988:847) om skattelättnader för allemanssparande.

Den nya punkt 2 ersätter punkterna 2 och 3 enligt nuvarande lydelse. Omredigeringen har föreslagits för att det skall bli klart att det ankommer på den som har gjort utbetalningen att lämna kontrolluppgift. Det kan enligt utredningens förslag vara inte bara som för närvarande fondbolaget eller förvaringsinstitutet utan också VPC eller förvaltare som åläggs skyldighet enligt punkten.

9.5 Förslaget till lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande

10 §

En allemansfond är en fond för sparande huvudsakligen i svenska aktier och andra svenska värdepapper.

I fråga om allemansfonder gäller vad som föreskrivs i lagen (1990:1114) om värdepappersfonder och annan författning i fråga om värdepappersfonder med de avvikelser som följer av denna lag och lagen (1988:847) om skattelättnader för allemanssparande.

Aktiekontolagen (1989:827) är ej tillämplig på andelar i en allemansfond.

Det skulle enligt utredningens mening inte vara förenligt med de principer som gäller i fråga om allemansfonderna om dessa blev föremål för hantering enligt aktiekontolagen. Av 8 § första stycket i lagen följer för övrigt att en sådan fondandel inte kan vara föremål för handel.

Här bör vidare uppmärksammas att fondbolag enligt 3 kap. 32 a § lagen (1990:325) om självdeklaration och kontrolluppgifter har skyldighet att lämna kontrolluppgift för den som inlöser andel i en allemansfond. Kontrolluppgiften skall avse reavinst eller reaförlust. Motsvarande uppgifter har ännu så länge inte ålagts andra värdepappersfonder. I den mån så skulle komma att ske (jfr prop. 1992/93:206 s. 30) måste till följd av de bestämmelser om förvaltarregistrering som har föreslagits i det föregående uppgiftsskyldigheten göras tillämplig inte bara på fondbolaget utan också på förvaltare. Men uppgiftsskyldigheten kommer inte att kunna fullgöras i andra fall än då det är den ursprungliga ägaren som har inlöst sin andel, vilket föranleder särskilda överväganden vid utformningen av en bestämmelse i ämnet. Eftersom utredningen inte känner till om en sådan utvidgad uppgiftsskyldighet har någon aktualitet, har utredningen avstått från att föreslå någon bestämmelse i ämnet.

9.6 Förslaget till lag om ändring i lagen (1989:828) om införande av aktiekontolagen (1989:827)

3 a §

Vad som i denna lag föreskrivs om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen) skall även gälla annat företag i den mån det följer av förordnande enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen (1989:827).

Bestämmelsen är en följd av den nya regeln i 1 kap. 6 § aktiekontolagen om att regeringen eller en myndighet regeringen förordnar kan bestämma att vad som i aktiekontolagen föreskrivs skall avse även annat företag än VPC.

Utredningen vill i detta sammanhang fästa uppmärksamheten på en viss inkonsekvens i promulgationslagens reglering av förutsättningarna för övergång från ett dokumentbaserat till ett kontobaserat system. När det gäller aktier måste beslut i frågan fattas på bolagsstämma. Placerarna får därigenom ett inflytande i frågan. Något motsvarande inflytande får placerarna däremot inte när det gäller redan utgivna skuldförbindelser. I detta fall kan emittenten ensidigt bestämma att redan utgivna skuldebrev skall omvandlas till registreringar. Eftersom placerarna kan tänkas ha synpunkter både på frågan om emissionen över huvud taget bör omvandlas till ett kontosystem och på spørsmålet vilket kontosystem som i så fall bör väljas är det inte fullt tillfredsställande att beslutet kan fattas över deras huvuden.

Utredningen har emellertid stannat för att inte i detta avseende föreslå någon ändring i systemet med hänsyn till att det här väsentligen rör sig om ett övergångsproblem avseende skuldförbindelser som getts ut före aktiekontolagens tillkomst. När det gäller förbindelser utgivna efter aktiekontolagens tillkomst har placerarna haft anledning att räkna med en övergång till ett kontobaserat system, och på motsvarande sätt gäller att, om konkurrensen släpps fri, placerarna får förutsättas känna till att flera kontosystem kan bli aktuella. Det finns då möjlighet för ett kollektiv av placerare att avkräva emittenten en bindande utfästelse i fråga om eventuell kontoföring innan teckning sker för emissionen.

9.7 Förslaget till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

3 kap 10 §

I avstämningsbolag införes aktieägarna i aktieboken med uppgift om personnummer eller annat identifikationsnummer och postadress. För varje ägare anges det antal aktier han äger av olika slag. Aktieboken föres med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt.

I avstämningsbolag kan bank eller värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, införas i aktieboken i stället för ägaren till de aktier som omfattas av lämnat förvaltningsuppdrag. I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i

det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egenskap.

I aktieboken skall i fall som avses i andra stycket anmärkas att aktien innehas för annans räkning. Beträffande förvaltaren antecknas i aktieboken samma uppgifter som enligt första stycket skall införas om aktieägare.

För rätt till registrering som förvaltare kräves utöver vad som sägs i andra stycket att förvaltaren uppfyller de villkor som gäller för införelse av ägare i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna paragraf, om förvaltares åliggeranden, om skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för envar hålla tillgänglig sammanställning av uppgifter från förvaltare om aktieägare, som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltares namn, samt om tillfällig införelse i aktieboken av ägare till förvaltarregistrerade aktier.

Bestämmelsen har kommenterats i avsnitt 6.2.4 och innebär dels att rekvisitet handel på utländsk fondbörs utgår, dels att endast ett tillstånd erfordras, nämligen för den utländske förvaltaren. Sistnämnda tillstånd avses kunna vara generellt och behöver alltså ej vara knutet till visst aktiebolags aktier.

3 kap. 18 §

Vad som i denna lag föreskrivs om Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen) skall även gälla annat företag i den mån det följer av förordnande enligt 1 kap. 6 § aktiekontolagen (1989:827).

Paragrafen är ny och hänger samman med förslaget om ändring av 1 kap. 6 § aktiekontolagen och aktiekontolagens promulgationslag.¹

9.8 Förslaget till lagen om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)

3 kap. 11 §

Har aktier i ett avstämningsbolag lämnats till förvaltning hos en bank eller värdepappersinstitut, som är auktoriserad som förvaltare av aktier, kan, i stället för aktieägaren, banken eller värdepappersinstitutet föras in i aktieboken. Är aktier i avstämningsbolag föremål för ahandling vid utländsk fondbörs, kan, efter särskilt tillstånd, i bolagets aktiebok, i stället för aktieägare som är bosatt utomlands, införas den som fått uppdrag att i utlandet förvalta hans aktier.

I aktieboken skall anmärkas att aktien innehas för annans räkning. I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egenskap.

För rätt till registrering som förvaltare krävs, utöver vad som sägs i första stycket, att förvaltaren uppfyller de villkor som gäller för

¹En motsvarande bestämmelse bör införas i bankaktiebolagslagen (1987:618), försäkringsrörelselagen (1982:713) och lagen (1990:1325) om självdeklaration och kontrolluppgifter.

införande av ägaren i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna lag, förvaltarens åligganden, skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för var och en hålla tillgänglig en sammanställning av uppgifter från förvaltare om de aktieägare som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltarens namn samt till fällig införing i aktieboken av ägare till förvaltarregistrerade aktier.

Se förslaget till ändring i 3 kap. 10 § aktiebolagslagen.

9.9 Förslaget till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

3 kap. 10 §

I avstämningsbolag förs aktieägarna in i aktieboken med uppgift om personnummer eller annat identifieringsnummer samt postadress. För varje ägare anges det antal aktier av olika slag som denne äger. Aktieboken förs med maskin för automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt.

Har aktier i ett avstämningsbolag lämnats till förvaltning hos en bank eller ett värdepappersinstitut, som är auktoriserat som förvaltare av aktier, kan i stället för aktieägaren banken eller fondkommissionären föras in i aktieboken. *I stället för aktieägare som är bosatt utomlands kan införas den som i det främmande landet har fått i uppdrag att förvalta hans aktier och som har fått tillstånd att införas i aktiebok i sådan egenskap.*

I aktieboken skall anmärkas att aktien innehas för någon annans räkning. Beträffande förvaltare antecknas i aktieboken samma uppgifter som enligt första stycket skall föras in om aktieägaren.

För rätt till registrering som förvaltare krävs utöver vad som sägs i andra stycket att förvaltare uppfyller de villkor som gäller för införande av ägaren i aktieboken. I aktiekontolagen (1989:827) finns bestämmelser om auktorisation och tillstånd enligt denna paragraf, om förvaltares åligganden, om skyldighet för bolaget och värdepapperscentralen att för var och en hålla tillgänglig en sammanställning av uppgifter från förvaltare om de aktieägare, som har mer än femhundra aktier i bolaget registrerade i förvaltares namn samt om tillfällig införing i aktieboken av ägaren till förvaltarregistrerade aktier.

Se förslaget till ändring i 3 kap. 10 § aktiebolagslagen.

9.10 Förslaget till lag om ändring i lagen (1914:45) om kommission

31 §

Försäljningskommissionär, som givit kommittenten förskott å köpeskillingen eller som eljest i anledning av uppdraget har fordringsrätt hos kommittenten, äge i det gods, som lämnats honom till försäljning, panträtt till säkerhet för sådan fordran, såvida han själv eller genom annan är i besittning av godset eller av konossement eller sådan fraktsedel därå, att avsändaren icke utan företeende av densamma äger förfoga över godset.

Bestämmelserna om panträtt i första stycket tillämpas även på rättigheter som registreras enligt aktiekontolagen (1989:827). I sådana fall krävs i stället för besittning att panträtten registreras enligt sistnämnda lag. *Sådan registrering krävs dock inte i fråga om rättigheter som är förvaltarregistrerade. Är kommissionären kontoförande institut med behörighet att verkställa registreringen gäller panträtten utan hinder av att registrering inte har skett men har i sådant fall ej företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering.*

I andra stycket har tillagts en tredje mening som innebär att registrering enligt aktiekontolagen inte behövs för att kommissionspann skall kunna gälla i förvaltarregistrerade finansiella instrument. Registrering av panträtt kan nämligen inte ske i fråga om förvaltarregistrerade instrument (8 kap. 3 § aktiekontolagen). Kommissionspanträtt uppkommer i stället enligt 8 kap. 5 § tredje stycket aktiekontolagen genom denuntiation till förvaltaren för det fall denne inte själv är kommissionären. Om, såsom vanligen är förhållandet, det är förvaltaren som är kommissionär, uppkommer panträtten utan någon särskild åtgärd. Självfallet skall emellertid förvaltaren notera förekommande panträtter i sin bokföring beträffande det förvaltarregistrerade kontot (jfr prop. 1988/89:152 s. 120).

Enligt fjärde meningen i stycket gäller panträtten utan hinder av att registrering inte har skett, om kommissionären är kontoförande institut med behörighet att verkställa registreringen. I sådant fall har registreringen dock ej företräde framför annan rätt som blivit föremål för registrering. Denna reglering bygger på tanken att det kontoförande institut som har behörighet att verkställa registreringar kan sägas vara att jämställa med en besittare. Institutet har behörighet att när som helst verkställa registrering av sin legalpanträtt, såvida inte någon annan rättighetsregistrering som institutet varit skyldigt att verkställa mellankommit eller institutet förlorat ställning som kontoförande institut till följd av att de finansiella instrumenten förts över till annat sådant institut.

Av praktiska skäl har det vid sådant förhållande ansetts att det kontoförande institutet oberoende av registrering bör kunna vara bibehållet vid sin panträtt, vilken regelmässigt uppkommer redan då kommittentens förvärv registreras i den dagliga journalen. Registreras emellertid någon annan rätt — t.ex. en annan pantsättning, en överlåtelse eller en utmätning — innan det kontoförande institutet hunnit registrera legalpanträtten har dock den första registreringen företräde. Skulle däremot kommittenten ha försatts i konkurs innan legalpanträtten registrerats är det kontoförande institutet bibehållet vid den legala panträtten.

The committee on the part of the American Medical Association, in its report to the Association, has stated that it has been unable to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action.

The committee on the part of the American Medical Association, in its report to the Association, has stated that it has been unable to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action.

The committee on the part of the American Medical Association, in its report to the Association, has stated that it has been unable to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action.

The committee on the part of the American Medical Association, in its report to the Association, has stated that it has been unable to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action. The committee has, however, been able to secure the cooperation of the American Medical Association in the proposed plan of action.

10 Genomförande och kostnadskonsekvenser

Utredningens förslag innebär bl.a. att det öppnas möjlighet till konkurrens vad avser kontoföring av finansiella instrument enligt aktiekontolagen. Utredningen föreslår också att fler finansiella instrument skall kunna registreras enligt aktiekontolagen och att utländska aktörer, exempelvis clearingorganisationer och värdepappersföretag, skall kunna bli kontoförande institut enligt den lagen. Vidare föreslår utredningen en rad förenklingar av aktiekontolagens regelsystem. Dessa förändringar kan leda till en ökad konkurrens på värdepappersmarknaden och också till att handeln på denna marknad blir säkrare och effektivare.

För att öka säkerheten i handeln med finansiella instrument och minska de potentiella riskerna vid clearing och avveckling av sådan handel föreslår utredningen ett generellt tillståndskrav för clearing- och avvecklingsverksamhet. Utredningen lämnar därutöver en rad förslag i syfte att förbättra säkerheten vid clearing och avveckling. Förslagen om nettning och legal panträtt kan förutom att förbättra säkerheten också förväntas minska kostnaderna för svenska banker och värdepappersbolag vid handel på de finansiella marknaderna.

Det är svårt att i mer exakta termer förutsäga de ekonomiska effekterna av utredningens förslag. Utredningen vill dock i detta sammanhang betona den betydelse en säker och effektiv clearing och avveckling har för ett lands finansiella marknader och även för dessa marknaders möjlighet att attrahera exempelvis investerare från andra länder.

Finansinspektionen åläggs nya och delvis arbetskrävande uppgifter. Kostnaderna för dessa bör i enlighet med gällande system täckas av tillsynsobjekten. Även i övrigt bör inspektionens kostnader täckas av avgifter.

Utredningen föreslår att Finansinspektionens beslut i frågor som rör tillsynen enligt aktiekontolagen i stället för att överklagas hos regeringen skall överklagas till kammarrätten. Något sådant ärende har såvitt utredningen känner till ännu inte förekommit. Nämnda lagändring torde inte påverka domstolarnas arbetsbelastning. För denna bedömning talar de erfarenheter som vunnits av motvarande ändringar i annan lagstiftning på värdepappersmarknadsområdet.

Av det anförda framgår att utredningens förslag inte får några statsfinansiella konsekvenser.

Enligt utredningens bedömning bör staten åtminstone på någon sikt avyttra sitt aktieinnehav i VPC och på så sätt frigöra kapital.

Utredningen anser att de föreslagna lagändringarna bör träda i kraft den 1 januari 1995. Beträffande några av förslagen har i det föregående anmärkts att dessa av marknaden bedömts som brådska och utredningen vill därför påpeka möjligheten av att vissa delar av betänkandet genomförs med förtur.

Bilaga 1

Kommittédirektiv

Utredning om clearingverksamhet och kontosystem

Dir 1991:111

Beslut vid regeringssammanträde 1991-12-12

Statsrådet Lundgren anför efter samråd med statsrådet Hellsvik.

Mitt förslag

Jag föreslår att en särskild utredare tillkallas med uppdrag att göra en översyn av clearing samt betalning och leverans på värdepappersmarknaden. Översynen bör även omfatta kontobaserade system för värdepappersregistrering. En huvuduppgift för utredaren bör vara att överväga vilka lagändringar och andra åtgärder som är påkallade för att clearing samt betalning och leverans i Sverige skall ske på ett effektivt och säkert sätt samt uppfylla internationella rekommendationer.

1 Bakgrund

En fungerande värdepappersmarknad är uppbyggd kring olika funktioner som alla är beroende av varandra. Genom information om värdepapper och emittenter får köpare och säljare underlag för sina investeringsbeslut. Information kan spridas på många olika sätt, t.ex. på en marknadsplats där köpare och säljare är fysiskt närvarande eller genom ett elektroniskt informationssystem. Själva avslutet vid en affär kan exempelvis ske på ett börsgolv eller genom ett elektroniskt handelssystem eller per telefon. Efter avslutet skall en uträkning göras av parternas förpliktelser samt betalning ske och leverans av värdepapperen äga rum. Såväl betalning som leverans kan ske genom fysiskt överlämnande av kontanter resp. värdepapper. Betalning kan också ske genom överföring mellan konton, t.ex. hos en bank, och leveransen fullgöras genom registrering på köparens värdepapperskonto i ett datoriserat värdepapperssystem.

Värdepappersmarknadskommittén har i sitt betänkande (SOU 1989:72) Värdepappersmarknaden i framtiden utförligt beskrivit och analyserat informations- och handelsfunktionerna på värdepappersmarknaden, med

särskild tonvikt på aktiemarknaden. Betänkandet har remissbehandlats. Kommitténs förslag har resulterat i en insiderlagen (1990:1342) som trädde i kraft den 1 februari 1991 samt i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och i lagen (1991:981) om värdepappersrörelse, vilka trädde i kraft den 1 augusti 1991. De två sistnämnda lagarna innehåller handelsregler för fondpapper och andra finansiella instrument samt regler för fondkommissionärer och andra aktörer på värdepappersmarknaden. Kommitténs förslag till ny börslagstiftning m.m. är för närvarande föremål för beredning.

Frågan om uträkning av parternas förpliktelser samt betalning och leverans har i kommitténs betänkande i huvudsak behandlats med avseende på derivatmarknaden, dvs. marknaden för handel med optioner och terminer.

Vissa frågor avseende clearing samt betalning och leverans har behandlats i prop. 1988/89:152 om kontobaserat aktiesystem och prop. 1990/91:106 om kontobaserat penningmarknadssystem.

2 Allmänt om clearingverksamhet

2.1 *Termer och definitioner*

Clearing innebär enligt vanligt språkbruk avräkning eller kvittning av ömsesidiga fordringar, t.ex. mellan stater på grund av handelsavtal eller mellan banker. I det senare fallet sker clearingen i regel hos en tredje part som tillhandahåller ett clearingsystem. Clearing mellan de svenska affärsbankerna sker dagligen i riksbanken genom bokföringsmässiga överföringar av medel mellan konton som varje bank håller i riksbanken.

Begreppet clearing har i Sverige fått omfatta såväl uträkning av parternas förpliktelser som betalning och leverans. I internationellt språkbruk används termen clearing, eller clearance, när man avser själva uträkningen hos clearinginstitutet av vilka förpliktelser och fordringar parterna har mot varandra. En part kan ha förpliktelser mot flera motparter och att räkna ut den partens "nettoförpliktelse" kallas internationellt vanligen netting, på svenska utjämning eller nettning. Den faktiska betalningen kallas internationellt settlement. Det vi i Sverige har betecknat clearing motsvaras således internationellt av uttrycket "clearing and settlement". I den nordiska rapporten om börssamarbete i Norden (se avsnitt 4) kallas clearing and settlement för "clearing og afvikling".

Den uppenbara risken för missförstånd och den pågående internationaliseringen talar för ett språkbruk i Sverige som är mer förenligt med de internationella begreppen. Ordet clearing bör därför inte användas som beteckning för betalning och leverans. Sistnämnda verksamhet kan lämpligen benämnas avveckling eller betalning och leverans.

2.2 *Olika former av clearingverksamhet*

Clearingverksamhet definieras i lagen om handel med finansiella instrument som verksamhet vid handel med finansiella instrument som går ut på att räkna ut parternas förpliktelser att betala och leverera eller att

garantera att dessa förpliktelser fullgörs. En clearingorganisation definieras i samma lag som den som bedriver clearingverksamhet.

På värdepappersmarknaden förekommer olika former av clearingverksamhet; från den enklaste, nämligen registerhållning och uträkning av parternas förpliktelser, till centralisering av leveransen av värdepapper och i vissa fall även av betalningen.

Det är vanligt att clearingverksamhet omfattar nettning, eller utjämning, vilket innebär att varje aktör får en nettofordran och en nettoskuld. Om fordran avser likvida medel så avser skulden värdepapper och vice versa. Utjämningen reducerar antalet transaktioner vilket i sin tur minskar behovet av likviditetsreserv och innehav av värdepapper. Därmed kan både risker och kostnader minska. Clearingverksamhet med utjämning innebär inte nödvändigtvis att en clearingorganisation svarar för betalning och leverans, utan detta moment kan genomföras direkt mellan parterna.

Clearingverksamhet som inte omfattar avveckling utgör ett administrativt förfarande som inte involverar några direkta ekonomiska risker. Den typ av clearingverksamhet som Värdepapperscentralen VPC AB (VPC) bedriver omfattar leveransdelen men VPC tar inte något ansvar för betalningen av värdepapperen som sker över riksbanksclearingen.

Om betalningar hanteras inom ramen för clearingverksamheten, är det möjligt att åstadkomma betalning mot leverans, dvs. en samtidig utväxling av värdepapper och betalning. Det innebär att de risker för köpare och säljare som är förenade med avvecklingen minimeras. En aktör löper således betydligt mindre risk att göra några förluster till följd av bristande betalnings- eller leveransförmåga hos motparten. Det bidrar naturligtvis till att göra värdepappersmarknaden mer effektiv.

Det faktum att tidpunkten för avslutet vid en affär inte sammanfaller med tidpunkten för betalning och leverans, vilket inte bara gäller för optioner och terminer utan även för s.k. avistainstrument, gör att parterna löper en risk att motparten inte fullföljer affären. Clearingorganisationen kan överta dessa s.k. motpartsrisker, antingen genom att träda in som part mellan köpare och säljare, dvs. som köpare gentemot säljaren och som säljare gentemot köparen, eller genom att lämna garantier till både köpare och säljare. Det är ingen praktisk skillnad mellan dessa två förfaranden. Den förstnämnda metoden tillämpas i den clearingverksamhet som OM Stockholms Fondkommission AB (OM) bedriver, medan garantiförfarandet var tänkt att tillämpas inom den verksamhet som PenningmarknadsCentralen PmC AB (PmC) avsåg att bedriva.

I de fall där clearingorganisationen träder i parternas ställe eller garanterar betalning/leverans, övertar den de risker som är förbundna med avvecklingen. En sådan clearingverksamhet inbegriper ett ekonomiskt risktagande och skiljer sig därmed på ett avgörande sätt från andra former av clearingverksamhet.

2.3 Del av betalningssystemet

Traditionellt har riksbanken tillsammans med banker och posten svarat för de centrala funktionerna i betalningssystemet; riksbanken för sedel-

utgivningen och bankerna och posten för betalningsförmedlingen. Genom riksbankens betalningsutjämning kan bankerna jämna ut och avveckla sina betalningar till varandra. Riksbanken har således en central roll i det svenska betalningssystemet. I vissa andra länder, t.ex i Storbritannien, är det bankerna själva som svarar för betalningsutjämningen sig emellan.

Tillkomsten av en clearingverksamhet på värdepappersmarknaden som omfattar hantering av betalningar kan sägas innebära att en del av funktionerna i betalningssystemet har hamnat utanför banksystemet, eller att betalningssystemet har utvidgats. Det faktum att betalningssystemet har en avgörande betydelse för hela samhällsekonomens funktionsförmåga, tillsammans med det förhållandet att enskilda aktörer inte kan förväntas ta ansvar för effektiviteten och stabiliteten i hela betalningssystemet, innebär att det kan finnas ett behov av offentlig reglering och tillsyn av sådan verksamhet.

I de fall clearingverksamheten inte innefattar något ansvar för parternas risker och betalningarna sker via banksystemet är behovet av offentlig reglering och tillsyn däremot mindre uttalat.

2.4 Den tekniska utvecklingen

Värdepappershandeln var länge förbehållen börser och andra marknadspplatser av traditionellt slag där förmedlare gjorde upp affärerna i en börslokal. Under 1970- och 1980-talen har ny teknik medfört att värdepappershandeln numera helt eller delvis sker i datoriserade system. Information om köp- och säljkurser samt avslut sprids snabbt till mottagare runt hela världen. Även verksamheterna vid sidan av själva marknadsplatsen har omvandlats i snabb takt. Registreringar och överlåtelser av värdepapper sker numera på många håll i datorsystem. Dessa förändringar har kunnat genomföras med hjälp av ny teknik, främst databehandling och datakommunikation.

Genom papperslösa, kontobaserade system för registrering av värdepapper elimineras de nackdelar som värdepapper utfärdade i fysisk form medför, exempelvis långsam och dyrbar manuell hantering med risk för stöld och bedrägerier. En del av nackdelarna med att värdepapper är utgivna i fysisk form kan även elimineras genom kontosystem där värdepapperen immobiliseras, dvs. förvaras i valv hos en central depositarie. Sistnämnda typ av kontosystem är vanligt i länder vars lagstiftning kräver att ett värdepapper har fysisk form. De tekniska framstegen och ändringen av handelsteknik medför emellertid nya frågeställningar och ställer nya krav på aktörer, lagstiftare och tillsynsmyndigheter. Säkerhets- och sårbarhetsfrågorna är av central betydelse vid utnyttjande av datasystem. Krav måste ställas på det fysiska skyddet av datorerna m.m. och på att systemet är funktionssäkert. Vidare måste systemen ha skydd mot att data inte förvanskas.

Skiftet från värdepapper, som bärare av vissa juridiska rättigheter, till system där värdepapperet ersätts av en registrering på ett konto aktualiserar även många komplicerade rättsliga frågor. Som exempel kan nämnas tidpunkten för äganderättens övergång samt det sakrättsliga skyddet.

Dessa frågor och frågor sammanhängande med datasäkerhet och kommunikationsteknik får ytterligare en dimension genom internationaliseringen och den gränsöverskridande handeln.

3 Clearingverksamhet i Sverige

Det existerar för närvarande inte någon samlad lagstiftning för clearingverksamhet i Sverige. Den verksamhet som bedrivs av VPC omfattas av aktiekontolagen (1989:827). Lagen innehåller regler om ett kontobaserat system för registrering av värdepappersinnehav (VP-systemet). De rättsverkningar som är förbundna med innehav av fysiska värdepapper knyts i VP-systemet i stället till registreringen på konto hos VPC. Aktiekontolagen innehåller emellertid inte några bestämmelser som rör själva verksamheten med clearing, betalning och leverans, även om det i förarbetena till lagen (prop. 1988/89:159 s. 153-162) finns angivet hur betalningar i anslutning till VP-systemet kan hanteras.

Den tilltänkta verksamheten inom PmC var avsedd att regleras inom ramen för lagen (1991:195) om penningmarknadskonton. Denna lag, som inte trätt i kraft, innehåller bl.a. bestämmelser om likvidansvar för PmC och om panträtt i den skuldförbindelse som är föremål för förvärv. Det finns dock i lagen inga bestämmelser om clearingförfarandet. I stället skall reglerna för detta följa av avtal mellan intressenterna (se prop. 1990/91:106 s. 39, 48 och 61 och Ds Fi 1990:26).

Ett av syftena med kontobaserade system för registrering av värdepappersinnehav är att förenkla hanteringen av de värdepapper som omsätts på marknaden. Kontobaserade system utgör en av grundförutsättningarna för en säker clearingverksamhet. Någon mer allsidig utredning som behandlar riskerna vid clearing samt betalning och leverans har emellertid inte föregått aktiekontolagen eller lagen om penningmarknadskonton.

För handel med optioner och terminer finns i lagen om handel med finansiella instrument definitioner av clearingverksamhet och clearingorganisation. Vidare finns i 2 kap. särskilda bestämmelser för handel med optioner och terminer.

Den clearingverksamhet som OM bedriver omfattas inte av någon lagreglering utöver de nu nämnda bestämmelserna. Värdepappersmarknadskommitténs förslag om regler för clearingverksamhet vid handel med optioner och terminer är emellertid för närvarande föremål för beredning.

4 Clearingverksamhet i Norden

I både Danmark och Norge har under 1980-talet införts kontobaserade system för registrering av värdepapper. Verdipapirsentralen (Norge) och Værdipapirsentralen (Danmark) är uppbyggda efter likartade principer med system för clearing och betalning genom centralbanken. I Finland har antagits en lag om elektronisk registrering av värdepapper.

På uppdrag av Nordiska ministerrådet (finansministrarna) har den nordiska arbetsgruppen för samråd och informationsutveckling i kapitalmarknadsfrågor under år 1991 ställt samman en rapport om börssamarbete i Norden (Rapport vedrørende börssamarbejde i Norden - Nordiske

Seminar og Arbejdsrapporter 1991:537). I rapporten föreslås bl.a. ökade möjligheter att registrera värdepapper i de nordiska värdepapperscentralerna genom att centralerna skall kunna vara kontoförande institut hos varandra. Värdepapperscentralerna föreslås också kunna ägarregistrera värdepapper vars huvudregister är placerat i ett annat lands central. Vid sådant förhållande föreslås att en värdepapperscentral i ägarens ställe skall kunna bli registrerad som förvaltare i huvudregistret. Nordiska ministerrådet (finans- och ekonomiministrarna) förklarade vid sitt möte den 19 juni 1991 att de var eniga om att arbeta vidare med dessa förslag.

5 Clearingverksamhet i internationellt perspektiv

Utomlands har frågor om "clearing and settlement" tilldragit sig ett stort intresse. Börskraschen hösten 1987 medförde i många länder påfrestningar även vid betalning och leverans av värdepapper. Problem uppstod vid avvecklingen av såväl inhemska som gränsöverskridande affärer. Uppstår sådana problem och störningar hos en clearingorganisation som hanterar betalningar kan det i förlängningen föreligga en risk att krisen sprider sig så att stabiliteten i betalningssystemet hotas.

Studierna av systemen för avveckling av värdepappersaffärer har resulterat i ett antal rapporter om clearing och avveckling. I dessa granskas systemen utifrån behovet av en säker och effektiv avveckling av värdepappersaffärer. Rapporterna innehåller ett antal råd och rekommendationer för förbättringar av säkerheten vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaderna.

En internationell grupp, sammansatt av företrädare för banker och värdepappersbolag, den s.k. Trettio-gruppen, lämnade år 1989 rapporten *Clearance and Settlement in the World's Securities Markets*. Rapporten innehåller nio rekommendationer som syftar till att reducera riskerna vid clearing och avveckling. Trettio-gruppen rekommenderar bl.a. att varje land skall ha ett kontobaserat system för värdepappersregistrering. Mer än ett system accepteras om det finns koppling mellan dessa. Målet är att rekommendationerna skall vara implementerade i de olika länderna senast år 1992 för att därigenom uppnå internationellt likvärdiga system.

Den s.k. Kesslerrapporten (*Study on improvements in the settlement of cross-border securities transactions in the European Economic Community*, maj 1988, offentliggjord våren 1989) utgör EGs motsvarighet till Trettio-gruppens rapport. Utgångspunkt i Kesslerrapporten är inrättandet av EGs inre marknad år 1992. I rapporten understryks behovet av förbättringar av betalnings- och leveranssystemen inom gemenskapen vid internationella värdepappersaffärer. Vikten av att varje land har ett kontobaserat system och att de olika ländernas system kan kopplas ihop betonas liksom vikten av samtidig leverans mot betalning (delivery versus payment, DVP).

Även ISSA (International Society of Securities Administrators) och FIBV (Fédération Internationale des Bourses de Valeurs) har år 1988 resp. 1989 publicerat rapporter om betalnings- och leveransfrågor. Den sistnämnda rapporten är koncentrerad på problemen vid clearing och av-

veckling av internationella värdepappersaffärer.

OECD har också behandlat frågor om betalning och leverans. OECDs rapport *Systemic Risks in Securities Markets* (augusti 1990) tar bl.a. upp dessa frågor. På uppdrag av OECD har utarbetats en rapport som behandlar clearing och avveckling inom options- och terminshandeln, *Risks in the Clearing and Settlement Systems of Markets for Financial Futures and Options*. Centralbankerna inom G 10 samarbetar i en "Committee on payment and settlement systems", som tillsatt en arbetsgrupp som studerar frågan om samtidig leverans mot betalning. En rapport är att vänta under år 1992.

6 Behovet av en översyn

Värdepappersmarknaderna har under det senaste årtiondet genomgått stora förändringar. Även i Sverige har utvecklingstakten varit hög. Omfattningen på värdepappersmarknaderna har ökat kraftigt. Den tekniska utvecklingen, främst modern data- och kommunikationsteknik, har möjliggjort nya handelssystem och nya finansiella instrument samt ökat förutsättningarna för gränsöverskridande handel. Genom system för informationsspridning och handel har värdepappersmarknaderna fått en alltmer internationell prägel.

Utvecklingen har följts av lagstiftaren. Ett omfattande utrednings- och lagstiftningsarbete har genomförts för att möta behovet av förändringar. Jag avser då i första hand värdepappersmarknadskommitténs arbete och den lagstiftning som därefter följt. Det hittillsvarande arbetet har emellertid i huvudsak varit koncentrerat på aktörerna på värdepappersmarknaden och på informations- och handelsfrågor.

De avslutande funktionerna på värdepappersmarknaden, nämligen clearing samt betalning och leverans har inte varit föremål för någon samlad översyn. Värdepappersmarknadskommitténs betänkande behandlar i huvudsak endast clearingverksamhet med anknytning till options- och terminshandeln. Aktiekontolagen resp. lagen om penningmarknadskonton bygger från början inte på någon statlig utredning utan på förslag som har framlagts av företrädare och intressenter för bolagen VPC resp. PmC.

Clearing samt betalning och leverans är av den största betydelse för handeln på värdepappersmarknaden. En sund värdepappersmarknad som har allmänhetens förtroende ställer krav på snabba och säkra system för clearing och avveckling av värdepapperstransaktioner. Det är i detta led som de flesta och mest betydande riskerna i handeln med värdepapper föreligger. Jag tänker på risken att motparten vid tidpunkten för betalning och leverans t.ex. inte kan leverera betalda värdepapper. En annan risk är att en affär inte kan genomföras eller tvingas ske till ett annat pris på grund av motpartens fallissemang före tidpunkten för betalning och leverans. Sådana störningar kan fortplanta sig i systemet (s.k. dominoeffekt) och utsätta det och marknaden för mycket stora risker. Dessa risker kan vid affären ligga hos de ursprungliga parterna eller övertas av en tredje part, exempelvis en clearingorganisation. Redan med hänsyn till dessa

risker föreligger enligt min mening skäl för en allmän översyn.

Skulle en clearingorganisation som hanterar betalningar utsättas för allvarliga störningar finns det en risk att krisen sprider sig så att stabiliteten i hela betalningssystemet hotas. Det finns därför skäl att noga pröva sådan clearingverksamhet som omfattar hanteringen av betalningar. Det är angeläget att överväga huruvida det är nödvändigt att för en clearingorganisation begränsa dess risktagande, t.ex. genom att ställa krav på att kunderna skall lämna säkerhet, och/eller skapa garantier för att organisationen kan bära de risker som belastar verksamheten, t.ex. genom att kräva en viss kapitalstyrka hos clearingorganisationen.

Värdepappersmarknadernas internationalisering medför ett behov av att anpassa de svenska reglerna och systemen för clearing och avveckling till internationell standard. Även vid gränsöverskridande handel är frågeställningen densamma som vid inländsk handel, nämligen hur skall man kunna åstadkomma en säker och effektiv avveckling av en värdepappersaffär. De praktiska problemen har emellertid en helt annan dimension. När en internationell värdepappersaffär genomförs aktualiseras flera länders rättsregler, t.ex. internationell privaträtt, civilrätt och skattelagstiftning. Exempel på andra problem vid gränsöverskridande handel är tidsskillnader och valutarisk. För en säker avveckling av sådana affärer krävs lösningar på många komplicerade rättsliga, ekonomiska och tekniska frågor. Vid en allmän översyn av clearing och avveckling på värdepappersmarknaden bör därför särskild vikt ägnas åt den gränsöverskridande handeln.

Jag föreslår att en utredare tillkallas för att göra en allmän översyn av clearing och avveckling samt kontobaserade system för registrering på värdepappersmarknaden.

7 Närmare om utredningsarbetet

Utredaren bör kartlägga vilka former av clearing och avveckling som för närvarande bedrivs i Sverige och studera utländska sådana. Därvid bör utredaren beskriva hur verksamheten är organiserad och reglerad samt vilka tekniska lösningar som har valts. En sådan kartläggning bör ligga till grund för en analys av de olika formerna för clearing och avveckling samt utredarens överväganden om vilket eller vilka system som förmår att hantera riskerna inom sådan verksamhet på ett säkert och rationellt sätt.

Utredaren bör vidare göra en översyn av gällande lagar och regler för clearing och avveckling samt därvid överväga om behov föreligger av en enhetlig och generell lagstiftning. Härvid bör marknadernas samhällsfunktion beaktas; som exempel kan pekas på penningmarknadens betydelse för penningpolitikens genomförande.

I prop. 1990/91:106 om kontobaserat penningmarknadssystem (s. 33) ansåg departementschefen att skäl framdeles kunde föreligga att överväga en enhetlig lagstiftning för det kontobaserade aktiesystemet och det då aktuella penningmarknadssystemet. Kontobaserade system för registrering av värdepappersinnehav är, som framgått tidigare, av väsentlig betydelse

för en effektiv och säker clearing och avveckling. Med hänsyn härtill bör en utredning om betalning och leverans på värdepappersmarknaden även omfatta de kontobaserade systemen. En hearing om aktiekontolagen är planerad av justitiedepartementet till den 9 januari 1992. Vad som framkommer vid denna hearing skall beaktas av utredaren.

I samband den nya lagstiftningen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden (se prop 1990/91:142 s. 100-105) upphävdes blankningsförbudet för fondkommissionärer (numera värdepappersbolag). Vid s.k. aktielån sker i dag hos VPC en registrering av låntagaren som ny ägare av aktierna. Utredaren bör vid översynen av de kontobaserade systemen pröva om skäl föreligger att registrera sådana transaktioner på särskilt sätt.

Det är viktigt att de svenska reglerna för clearing och avveckling samt kontobaserade system blir internationellt anpassade. Utredaren bör således pröva om de svenska reglerna överensstämmer med internationell praxis och internationella rekommendationer samt i förekommande fall överväga vilka förändringar som krävs. Vidare bör förutsättningarna för att i ett kontobaserat system i Sverige registrera utländska värdepapper prövas med hänsyn till den internationella utvecklingen. Möjligheterna till säkra och enkla internationella transaktioner, t.ex. genom att ett system för värdepappersregistrering kopplas i hop med ett annat lands system, utgör en annan angelägen fråga.

En internationellt diskuterad fråga är om det skall finnas endast ett kontobaserat system i varje land eller om utrymme föreligger för flera system (se Trettio-gruppen och Kessler-rapporten). Denna fråga samt frågorna om vem som skall äga sådana system och om de skall drivas med vinstintresse eller inte, liksom om det på detta område skall råda etableringsfrihet och konkurrens, utgör en del av analysen av system för clearing och avveckling. En sådan analys bör även omfatta vilken betydelse dessa system har för marknadernas struktur, t.ex. konkurrens mellan olika aktörer.

Som jag tidigare framhållit är en väl fungerande clearing och avveckling av väsentlig betydelse för värdepappersmarknadens funktion. Detta innebär att staten har ett starkt intresse av att denna uppgift fullgörs på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt. Staten uppträder i dag på värdepappersmarknaden i flera olika roller. Riksbanken har en viktig funktion i betalningssystemet och även uppgift att agera som "lender of last resort" för finansiella institut som råkar i akuta likviditetsproblem. Riksbanken agerar vidare på penningmarknaden vid genomförandet av penningpolitiken. Genom riksgäldskontoret är staten emittent på värdepappersmarknaden. Som lagstiftare har staten ställt upp regler för marknaden. Genom tillsyn och kontroll, utövad av framförallt finansinspektionen, söker staten garantera att uppställda regler efterlevs och att sanktioner vidtas mot den som bryter mot bestämmelserna. Staten har således många uppgifter och åtaganden på värdepappersmarknaden. Med hänsyn härtill och till det internationella perspektivet bör prövas om staten, såsom i dag är fallet med VPC, också bör uppträda som ägare i ett kontobaserat system.

Utredaren bör även beakta Nordiska ministerrådets uttalande om att arbeta vidare på förslagen om bl.a. ökade förutsättningar för registrering av värdepapper i de nordiska ländernas värdepapperscentraler. Denna fråga och andra närliggande frågor har även berörts av VPC i en skrivelse till finansdepartementet (Fi 3239/90).

Utredaren skall följa utvecklingen inom EG i de frågor som omfattas av utredningsuppdraget.

Utredaren bör vara oförhindrad att ta upp även andra frågor avseende clearing och avveckling och kontosystem samt andra angränsande frågor som kommer fram under utredningens gång.

För utredaren gäller regeringens direktiv till samtliga kommittéer och särskilda utredare angående utredningsförslagets inriktning (Dir. 1984:05) och angående beaktande av EG-aspekter i utredningsverksamheten (Dir. 1988:43).

Utredningsarbetet bör bedrivas skyndsamt och redovisas före den 1 juli 1993.

Hemställan

Med hänvisning till vad jag nu har anfört hemställer jag att regeringen bemyndigar det statsråd som har till uppgift att föredra frågor om värdepappersmarknaden och förenklad aktiehantering

att tillkalla en särskild utredare - omfattad av kommittéförordningen (1976:119) - med uppdrag att utreda clearingverksamhet och kontosystem,

att besluta om sakkunniga, experter, sekreterare och annat biträde åt den särskilde utredaren.

Vidare hemställer jag att regeringen beslutar

att kostnaderna skall belasta sjunde huvudtitelns anslag Utredningar m.m.

Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och bifaller hans hemställan.

(Finansdepartementet)

Bilaga 2

PenningmarknadsCentralen PmC Aktiebolags riskhanteringssystem

av Lars Aspling,
tidigare VD för PenningmarknadsCentralen PmC AB

PenningmarknadsCentralen PmC AB bildades år 1988 på grundval av en principutredning och en huvudstudie som genomförts för att utreda förutsättningar och villkor för en övergång till ett ADB-system för kontoföring av skuldebrev med integrerade rutiner för clearing och settlement för handel i sådana värdepapper. Bolaget bildades av Riksbanken, Riksgäldskontoret, Stadshypotekskassan, AP-fonden (första - tredje fondstyrelsen) samt ett antal banker, fondkommissionsbolag och större försäkringsbolag.

Innan Riksbanken tog initiativet till en principutredning 1986, hade Riksbanken tvingats stoppa ett första PmC-projekt som bankerna hade tagit initiativet till 1984. Detta hade gjorts sedan det stått klart att detta system innefattade betydande risker för dominoeffekter och i övrigt hade en otillfredsställande säkerhetsnivå.

Detta PM redogör för riskhanteringssystemet i det andra PmC-projekt som genomförts i Sverige.

Ett riskhanteringssystem kan beskrivas ur flera olika perspektiv. Det kan t.ex. ske med utgångspunkt i systemets rättsliga grund eller dess tekniska struktur för att öka jurister respektive teknikers förståelse och tilltron till systemet. Det kan också beskrivas ur användareperspektiv för att öka förutsättningarna för att hantera systemet på ett optimalt sätt. Syftet med en beskrivning av ett riskhanteringssystem kan även vara att på ett övertygande sätt försäkra ansvariga att alla identifierade risker begränsats på ett tillförlitligt sätt.

Av naturliga skäl kan en kortfattat PM om ett system som krävde drygt fem års utrednings- och utvecklingsarbete med en arbetsinsats motsvarande 150 manår av kvalificerade jurister, administratörer, och ADB-teknisk personal inte nå något av de exemplifierade målen för en beskrivning.

Avsikten med denna PM är endast att ge en övergripande beskrivning av hur vissa delar av PmC:s riskhanteringssystem var utformat, när det stod färdigt för driftstart i slutet av år 1991.

Riskhanteringssystemets grunder var:

1. Medlemmarnas solidariska och obegränsade ansvar för bolagets förpliktelser.

2. Riksbankens utfästelse som "lender of last resort" till PmC.

3. Ett utformande av PmC-systemet för att uppnå högsta möjliga säkerhet.

Genom det omfattande utrednings- och utvecklingsarbete som genomfördes inom ramen för PenningmarknadsCentralen PmC AB förelåg i oktober 1991:

- * ett för den svenska penningmarknaden utvecklat ADB-system som innefattade ett riskhanteringssystem med vars hjälp kredit- och likviditetsrisker kunde reduceras högst väsentligt och som garanterade att settlement kunde genomföras på likviddagen utan risk för domino-effekter

- * en central serviceorganisation med kompetent personal samt 400 specialutbildade personer anställda i medlemsföretagen. I PmC:s regi hade utbildning anordnats för att dessa 400 anställda tillsammans med PmC:s personal skulle kunna svara för förvaltning av systemet

- * legala förutsättningar för verksamheten

Enligt den utredning som sommaren 1991 genomfördes av en för ändamålet ny tillsatt styrelseordförande ansågs dock en årskostnad på ca 90 Mkr/år för PmC:s drift som oacceptabelt högt.

Ett riskhanteringssystem likvärdigt med PmC:s skulle enligt VPC och 3 affärsbanker som motsatte sig PmC:s driftstart kunna tillhandahållas av VPC till en årskostnad av ca 40 Mkr.

I strid med de i PmC företrädde statliga myndigheternas intresse fattades ett beslut om nedläggning av PmC 1991.

För att läsarna skall kunna förstå motiven till utformningen av PmC:s riskhanteringssystem ges inledningsvis en sammanfattning av den marknadsstruktur som PmC skulle göra effektivare och säkrare.

Bakgrund

En stark drivkraft vid tillskapandet av den moderna penningmarknaden i början av 1980-talet var nödvändigheten att avskaffa det statliga systemet som innebar att banker, försäkringsbolag och AP-fonderna hade placeringsplikter i stats- och bostadspapper. Denna nödvändighet växte ytterligare när statens lånebehov liksom efterfrågan på krediter hos bostadsinstituten snabbt ökade. Riksgäldskontoret och bostadsinstituten började därefter emittera skuldebrev som utformats för allmän omsättning. Detta ledde till dramatiska förändringar av de tidigare stora specialinlåningarna hos bankerna eftersom konkurrensen om dessa inlåningsmedel ökade då de fick marknadsmässig prissättning. Det är också viktigt att understryka att väsentliga delar av dessa placeringar avsåg företagens likvida medel som normalt hållits som inlåning i bank. Många av dessa företags ofta mycket stora medelsbehållningar i början av 1980-talet kunde tillskrivas valutareglering och en förstärkt lönsamhet efter devalveringarna 1981 och 1982. Likvida medel är en mellanstation i det kapitalflöde som passerar företagen och storleken på dessa varierar ofta

högst väsentligt. Företagen och andra aktörer på penningmarknaden ställer generellt kravet att de placeringar som görs med dessa medel skall vara mycket likvida och inte förenade med några nämnvärda kreditrisker.

Även om det hade varit möjligt att tillskapa en penningmarknad med kommissionshandel i räntebärande värdepapper via börsen, drogs i stället paralleller med det sätt på vilket valutamarknaden organiserats. En starkt bidragande orsak till detta torde ha varit närheten till och samspelet med valutamarknaden. I stället för att bedriva handel i kommission inledde därför banker och några fondkommissionsbolag (värdepappersbolag) handel för egen räkning. Dessa nya mellanhänder uppträdde på marknaden som marknads-garanter eller market-makers genom att ständigt vara beredda att köpa och sälja de räntebärande värdepapper som de bedrev handel med. Genom dessa market-makers blev placerarna tillförsäkrade en andrahandsmarknad där de snabbt och på marknadsmässiga villkor kunde gå in och ut ur sina placeringar i takt med sitt förändrade kapitalbehov. Värdepapperen kom härigenom att betraktas och användas som substitut till bankinlånning.

På penningmarknaden säkerställdes den rättvisa som börserna genom olika turordningsregler ville tillförsäkra kommissionärernas kunder på ett annat sätt. I publika informationssystem som t.ex. Reuter- och PmI-systemet angav nämligen olika market-makers i konkurrens med varandra sina köp- och säljräntor för de värdepapper med vilka de bedrev handel. De angivna räntorna avsåg standardiserade handelsposter på mellan 10-100 miljoner kronor. Priserna uppdaterades oavbrutet under affärsdagen i takt med aktiviteterna och marknadens utveckling. Genom en omfattande handel mellan market-makers och olika placerare skapades jämviktspriser. Placerarna kunde därigenom på basis av prisinformation och andra preferenser fritt välja den motpart som för stunden erbjöd de bästa villkoren.

All handel som bedrivs över telefon är normalt mycket snabb. När en market-maker känner oro för att räntan skall gå upp, är han mycket angelägen om att snabbt sälja vidare de obligationer m.m. som han köpt in. Att inom loppet av någon minut kunna kontrollera värdepappersinnehav och/eller betalnings-förmåga hos kunderna låter sig inte göras. Detta handelssätt medför därför att en placerares avyttring av ett värdepapper regelmässigt leder till vidare över-låtelser i flera led, vilket i realiteten innebär att ett flertal överlåtelser

inte baseras på aktörernas egen lagerhållning. Systemet bygger på en så kallad positions-handel, där mäklarnas förväntningar om att erhålla värdepapper baserade på egna köp likställs med innehav som kan över-låtas. Dom värden som omsätts är betydande, och förutsättningarna för att finansiera gjorda inköp vilar ofta på förväntningar om kommande inbetalningar till följd av vidareförsäljningar.

Många av placeringarna i räntebärande värdepapper sker som tidigare nämnts i stället för bankinlånning. Företag som känner till kommande inflöden och ökningar av likviditeten försöker möta dessa med köp av räntebärande värdepapper. På så sätt kan inflödet mötas med motsvarande utflöde utan ränteförluster till följd av så kallad float i banksystemet. I

praktiken finns inte som vid kommissionshandel med aktier i en market-maker-handel förutsättningar för kontroll av motpartens fullgörandekapacitet, innan avtal ingås. Att en handel som bygger på sådana grunder de facto medför betydande motpartsrisker torde vara uppenbart för alla. Riskerna i denna handel påverkas även av att kapitalbasen hos många mellanhänder är relativt låg i förhållande till omsättningen. Uppstår problem hos någon part är risken stor för att problemet sprider sig till andra, s.k. dominoeffekter (systemic risk). I en snabb handel kan t.ex. någon aktör i telefonen uppfatta eller av misstag uppgge fel beteckning på likartade värdepapper. Det är endast ett exempel på ett enkelt fel som snabbt kan få omfattande konsekvenser om det inte uppmärksammas på ett tidigt stadium.

I början av 1980-talet likväl som i dag var dom fristående fondkommissionärernas andel av omsättningen betydande, men även om fondkommissionärerna var framgångsrika i sin mäklarroll, fanns det i princip inte några motparter som var villiga att överlämna värdepapper eller betala likvider till dem, innan de själva hade fullföljt sin motprestation. För att komma runt detta problem anlätade både placerare och fondkommissionärer särskilda depositarier för sitt förvar av värdepapper samt för utväxling av likvid mot leverans. Den övergripande risken för att motparten inte skulle kunna fullfölja sin motprestation kvarstod dock. Denna risk ansågs också utgöra ett latent hot mot marknadens stabilitet och aktörernas förtroende för marknaden. Det fanns också en risk för att en aktör skulle komma att fullgöra sin prestation ensidigt. I realiteten kunde av olika skäl många säljare inte heller fullgöra sin leveransskyldighet av det överlåtna värdepapperet och ersatte då detta med en leveransförbindelse. Att ersätta ett överlåtet värdepapper med en leveransförbindelse betecknas dock inte som leverans enligt internationella konventioner. Under utredningen om PmC bekräftade aktörerna kravet på att de påtalade motpartsriskerna måste elimineras.

Handeln dominerades helt av köp och försäljningar som gjordes under affärsdagen och de felaffärer som upptäcktes vid avstämningen på kvällen gav upphov till kompletterande affärer nästa dags morgon. Först på eftermiddagen dagen efter affärsdagen samt på likviddagen morgon genomförde de aktörer som behövde olika finansiella affärer för att klara sina betalningsförpliktelser. Dessa affärer hade oftast formen av kombinerade försäljningar med samtidigt avtal om återköp (repor) eller regelrätta pantsättningar av värdepapper mot lånelikvid.

En kommissionärs skuld för gjorda inköp uppgick inte sällan till en miljard eller mer, som måste täckas upp genom finansiella affärer såsom repor. De inbetalningar som verksamheten i företag och institutioner genererar kunde på grund av bankernas valuteringsregler ofta inte föräntas förrän dagen efter att de erhållits. Placeringar på penningmarknaden gav däremot ränta från och med likviddagen. På penningmarknaden fanns därför aktörer t.ex. företag och institutioner som hade behov av att kortfristig placera erhållna inbetalningar och likviditetsöverskott, samtidigt som andra aktörer, t.ex. fondkommissionärer hade behov av

kortfristiga krediter. Tillsammans hade de således ett gemensamt intresse av en välfungerande dagslånemarknad.

Emittenterna var på samma sätt som andra aktörer beroende av att deras betalningsskyldigheter kunde nettas mot fordringar för deras penningmarknads-affärer. Den ordningen att de redan dagen före ett låns förfallodag måste köpa bankgarantier för sina betalningsskyldigheter ansåg de vara oskäligen. Som regel hade dessa emittenter fordringar på grund av nyemissioner, för vilka de skulle erhålla betalningar samma dag. Detsamma gällde placerarna, som önskade använda den likvid de erhöll när ett lån förföll till betalning för en ny placering på penningmarknaden.

Under utredningen om PmC uppmärksammades också förhållandet att penningmarknaden är mycket starkt kopplad till valutamarknaden. Eftersom den svenska staten tidigare på grund av utlandslånenormen var tvungen att uppta sina lån i svenska kronor på penningmarknaden, måste de använda mellanhänder för att ta upp lån utomlands. Mellanhänderna i form av företag, banker med flera fick ikläda sig den kursrisk som följde med dessa valutalån men kompenserades av en positiv räntedifferens mellan lån i utländsk valuta och placeringar i svenska räntebärande värdepapper. Valutahandeln följer ett handelsschema på två dagar, dvs. settlement eller avveckling sker på T+2, (två dagar efter affärsdagen, tradeday). Därmed var det väsentligt att tillse att likviderna för valutalånen, som togs mot säkerhet i de stats- och bostadspapper som aktörerna köpte, samma likviddag kunde nettas mot utbetalningar för köpen.

För utländska placerare i svenska räntebärande värdepapper är det naturligtvis i dag lika väsentligt att den växling av deras egen valuta till svenska kronor som måste göras för att betala för köpen sker utan tids- och ränteförluster. Handeln i kortfristiga värdepapper följde ett schema med settlement på T+2, medan settlement för handeln i obligationer genomfördes på T+5. En omläggning till ett för penningmarknaden enhetligt och med valutahandeln överensstämmande handelsschema med settlement på dagen T+2 ansågs därför helt nödvändig.

Slutligen var Riksbanken, den enskilt största och viktigaste aktören på penningmarknaden, starkt beroende av en välfungerande penningmarknad, för sina penning- och valutapolitiska operationer i syfte att påverka likviditeten i banksystemet samt räntorna och valutakursen.

Ovanstående förhållanden, som framkom under huvudstudien om PenningmarknadsCentralen 1988, bildade den allmänna grunden till utformningen av PmC:s riskhanteringssystem tillsammans med de krav och principer som uppställdes i en föregående principutredning 1987.

Av de krav som fastställdes i principförslaget från 1987 kan nämnas:

- * att PmC skulle utveckla ett ADB-system, för kontoföring och dematerialisering av värdepapper som emitterades av staten och bostadsinstituten
- * att PmC-systemet förutom värdepapper också skulle hantera de likvider som följer av överlåtelser och pantsättningar enligt principen om likvid mot leverans. Systemet skulle också hantera likvider vid

emission och inlösen samt kupongförfall för de hanterade värdepapperen

- * att PmC genom en upplåningsrätt i Riksbanken mot fullgod pant i de värdepapper som systemet hanterade skulle eliminera risken för dominoeffekter och andra störningar vid betalningar
- * att PmC skulle kunna möta alla skadeståndsanspråk och därför inte skulle kunna gå i konkurs
- * att samtliga medlemmar i centralen skulle vara B-aktieägare och genom medlemsavtalet ikläda sig ett obegränsat ansvar för bolagets förpliktelser.

Ansvaret skulle fördelas per huvudtal medlemmarna emellan.

Slutligen bör nämnas att det i huvudstudien, som föregick bolagsbildningen år 1988, fastställdes att PmC skulle erbjuda samtliga medlemmar en säker, konkurrensneutral och likvärdig service för deras skilda funktioner på penningmarknaden. Att detta skulle resultera i strukturella förändringar av marknaden med ökad konkurrens mellan intermediärerna som följd stod inte klart för alla förrän på ett sent stadium av arbetet.

Grunderna i PmC:s riskhanteringssystem

Något förenklat kan man säga att PmC:s riskhanteringssystem byggde på tre grundstenar som alla var inbördes beroende av varandra. De tre grundstenarna var:

1. Medlemmarnas solidariska och obegränsade ansvar för bolagets förpliktelser.
2. Riksbankens utfästelse som "lender of last resort" till PmC.
3. Ett utformande av PmC-systemet för att uppnå högsta möjliga säkerhet.

1. Medlemmarnas solidariska och obegränsade ansvar för bolagets förpliktelser.

En av de slutsatser som hade dragits av det första PmC-projektet, som bankerna hade inlett 1984 men som Riksbanken tvingades avbryta 1986 var att ett bolag som skall svara för kontoföring av statens värdepapper och för clearing och settlement av handel i dessa inte kan tillåtas begränsa sitt ansvar.

Som framgått ovan kom detta att leda till att den principutredning som föregick det nya PmC-projektet innefattade krav på att bolaget inte skulle kunna gå i konkurs och att medlemmarna skulle ikläda sig ett obegränsat ansvar för bolagets förpliktelser.

I det medlemsavtal som tecknades av 28 medlemmar i februari 1991 iklädde sig dessa nedanstående ansvar för PmC:s åtagande:

Om PmC skulle ådra sig ett betalningsansvar som inte kunde täckas av PmC:s försäkringar eller eget kapital utan att bolaget blev likvidationspliktigt, skulle medlemmarna - med fördelning av ansvaret medlemmarna emellan pro rata parte (efter huvudtal) - tillskjuta belopp i sådan omfattning att likvidationsplikt undveks. Om en medlem där-

vid inte kunde tillskjuta sin andel av de medel som skulle tillskjutas, skulle den uppkomna bristen fördelas på övriga medlemmar.

Medlemmarnas obegränsade ansvar för PmC:s åtaganden fick även till följd att särskilda medlemsstandarder måste uppställas samt att samtliga medlemmar skulle få ett betydande inflytande över bolaget för att begränsa riskerna i verksamheten.

Förhållandet att samtliga medlemmar var obegränsat ansvariga för PmC:s förpliktelser resulterade i att medlemmarna krävde att PmC skulle eliminera alla tänkbara risker och därför åtgärdades alla säkerhetsrisker som kunde identifieras som sannolika. Många medlemmar betraktade kostnaderna för de säkerhetsåtgärder som vidtogs som försäkringspremier.

1.1 Medlemsvillkor

Medlemskretsen begränsades till två huvudkategorier. Den ena var offentliga organ såsom Riksbanken, Riksgäldskontoret och andra statliga institut samt AP-fonderna. Den andra var övriga medlemmar såsom banker, fond-kommissionsbolag och andra bolag som bedrev finansiell verksamhet samt bostadsfinansierande kreditaktiebolag, större emittenter och större försäkringsbolag. För den senare kategorin uppställdes krav på att de skulle stå under offentlig tillsyn och godkännas av såväl PmC:s styrelse som Bankinspektionen. En omfattande prövningen av en medlems tekniska och administrativa kompetens att i sin organisation hantera PmC-systemet föregick ett godkännande. Vidare uppställdes krav på att en medlem skulle ha en kapitalbas uppgående till lägst 50 Mkr. Samtliga medlemmar var även tvungna att förvärva och inneha minst 3000 B-aktier i PmC AB, vilket vid bolagsbildningen 1988 betingade ett pris av 4,5 Mkr. Härutöver tecknade Riksbanken, Riksgäldskontoret, Stadshypotekskassan och AP-fonden själva vardera 8000 A-aktier i PmC AB. Övriga medlemmar tecknade aktier i de tre holdingbolag som bildades av bankerna, fondkommissionsbolagen respektive försäkringsbolagen. De tre holdingbolagen tecknade vardera 8000 A-aktier i PmC AB. A-aktier hade 10 röster, medan B-aktierna endast hade 1 röst. Det bestämmande inflytandet över bolaget utövades därför av innehavarna av eller representerarna för A-aktieägarna.

Mellan A-aktieägarna ingicks vid bolagsbildningen ett konsortialavtal i vilket det föreskrevs att konsortiemedlemmarna måste samråda och träffa en gemensam överenskommelse om samtliga ärenden som skulle föreläggas bolagsstämman. Härigenom tillskrevs i praktiken samtliga A-aktieägare en vetorätt i bolaget PmC AB.

2. Riksbankens utfästelse som "lender of last resort" till PmC.

Under våren 1986 upptäcktes en väsentlig brist i systemkonceptet för det första PmC-projektet som bankerna hade tagit initiativ till 1984. Risken för dominoeffekter till följd av en parts bristande betalning var överhän-

gande. Alla intressenter krävde att överlåtelser mellan marknadens aktörer skulle avvecklas enligt principen om likvid mot leverans men de förutsatte då att samtliga aktörer utan undantag kunde fullgöra sin leveransskyldighet och betalningsskyldighet på likviddagen. Leveranskapaciteten hos aktörerna kunde kontrolleras inom systemet men däremot inte aktörernas förmåga att betala. Market-maker-handel ger alltid upphov till långa kedjor av värdepappers-överlåtelser och alla aktörer är därmed också beroende av att alla kan fullgöra de prestationer som avtalen innebär. Om någon part inte kan fullfölja betalningen, kan detta skapa förödande dominoeffekter. Risker för att dominoeffekter skall uppstå om en part inte kan fullfölja sin betalning är naturligtvis lika stor som om han inte kan fullgöra sin leveransskyldighet. Detta problem blev föremål för många diskussioner, men någon lösning stod inte att finna.

Ett system som var behäftat med en risk för förödande dominoeffekter på likviddagen kunde inte accepteras vare sig av myndigheter eller andra intressenter. Detta var en av de väsentligaste orsakerna bakom nedläggningen av det första PmC-projektet.

En av de uppgifter som riksdagen tilldelat Riksbanken är att den skall främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och fullgöra funktionen som statens och bankernas bank. Detta får inte misstolkas som att Riksbanken har till uppgift att trygga soliditeten hos bankerna eller andra aktörer på marknaden. Bankernas upplåningsrätt i Riksbanken är således ett likviditetsmedel och får inte förväxlas med den soliditetsgaranti som staten genom den under 1992 lämnade garantin kommer att tillhandahålla vissa banker och andra finansiella institutioner i kris (prop. 1992/93:135 om åtgärder för att stärka det finansiella systemet).

Riksbankens krav på säkerhet för bankernas upplåning i Riksbanken avskaffades av administrativa skäl i slutet av 70-talet. Avregleringen under 80-talet och införande av fri etableringsrätt för utländska banker genom dotterbolag eller filialer ledde dock till insikten om att det var nödvändigt att återinföra krav på säkerhet för bankernas upplåning i Riksbanken. Riksbanken har därför i likhet med andra centralbanker infört krav på säkerhet från bankerna för deras upplåning utöver en viss limit.

Ett av många skäl till Riksbankens starka engagemang bakom PmC var att Riksbanken genom PmC-systemet skulle tillförsäkra sig ett nödvändigt administrativt medel för att snabbt och effektivt kunna hantera pantsättningar som säkerhet för bankernas upplåning i Riksbanken.

2.1 Eliminering av likviditetsrisken inom PmC-systemet

Den likviditetsrisk som alla clearing och settlementsystem är förenade med kunde i PmC helt elimineras genom att PmC erhöll en upplåningsrätt i Riksbanken för så kallade nödfallskrediter. Den likviditetsgaranti som Riksbanken tillhandahöll PmC och som PmC genom dess medlemmar indirekt tillhandahöll samtliga aktörer på penningmarknaden var naturligtvis förenade med krav på fullgoda säkerheter.

I avtalet mellan PmC och Riksbanken som skulle reglera PmC:s upplåningsrätt samt i medlemsavtalet föreskrevs att de säkerheter som Riks-

banken accepterade primärt skulle bestå av de värdepapper som skulle omfattas av PmC-systemet. Det vill säga i första hand pantsatta värdepapper emitterade av staten eller av bostadsinstitutet. Om andra värdepapper i framtiden skulle tillåtas ingå i PmC-systemet skulle dess pantvärde sättas värdet 0:-.

PmC var skyldigt att varje dag med ledning av de marknadsräntor som noterades näst föregående affärsdag, fastställa marknadsvärdet på samtliga värdepapper. Från marknadsvärdet skulle sedan avdrag göras för att ta hänsyn till den värdeförändring som värdepapperet skulle undergå vid en höjning av marknadsräntorna (ränterisken). Schablonmässigt beräknades ränterisken utifrån en höjning av marknadsräntan med 1 %, vilket för en 5-årig obligation motsvarar ca 5 % av dess nominella värde. Hänsyn skulle även tas till kreditrisken i andra värdepapper än statens egna. Reduktion av marknadsvärdet med avseende på kreditrisken fastställdes även den schablonmässigt utifrån reglerna om kapitaltäckningskrav enligt bankrörelselagen. För bostadsobligationer utgjorde detta 1,6 % av marknadsvärdet ($20 \% \times 8 \%$). Vid inlösen av skuldförbindelse och vid räntebetalning beräknades förbindelsens respektive räntekupongens pantvärde på motsvarande sätt.

Riskerna för PmC bedömdes inte öka av att PmC som säkerhet för en deltagande emittents skuld accepterade värdepapper eller räntekuponger som förföll till betalning. Bedömningen grundades på förhållandet att en emittent regelmässigt genomför nyemissioner och refinansierar sina lån i samband med att lån förfaller. Den nettoskuld som en emittent skall erlägga när ett lån förfaller är därför väsentligt lägre än förfallobeloppet. Det kunde också antas att värdet på värdepapper från en och samma emittent, som PmC varje dag skulle acceptera som leverans- och tilläggs-panter i sekundärhandeln, skulle överstiga en emittents nettoskuld i samband med att ett lån förföll. Det fanns därför ingen anledning att tillämpa en särskild bedömning av kreditrisken på en emittents värdepapper när ett av hans lån förföll till betalning.

De schablonmässiga avdragen för ränterisk och kreditrisk i de värdepapper som godkännts som säkerhet vid en pantsättning mot Riksbanken kunde ensidigt höjas av Riksbanken. Beslut om en sådan ytterligare reduktion av pantvärdet kunde även fattas genom ett kvalificerat majoritetsbeslut i PmC:s styrelse. Beslut om en omedelbar reduktion av pantvärdet kunde även fattas av en eller flera personer som styrelsen utsett om inväntandet av ett styrelsebeslut skulle innebära en risk för PmC.

Utöver säkerhet i form av pantsatta värdepapper inom PmC accepterade Riksbanken även spärrade likvida medel på inlåningsräkning i av Riksbanken godkänt bankinstitut. Vidare accepterades inneliggande skuldförbindelser i spärrad depå i av Riksbanken godkänt kreditinstitut bestående av skuldförbindelser som av Riksbanken godkännts såsom säkerhet, dvs. värdepapper som ännu inte hunnit konverteras till PmC. Dessa godkända panter registrerades i PmC-systemet med ledning av särskilt föreskrivna pantförskrivningshandlingar.

Svårigheten att under settlementprocessen genom bruttokrediter till aktörerna etablera ett skydd mot likviditetsrisken vid settlement är ett av skälen till att nettingsystem etableras. Genom nettingen kan behovet av krediter eller garantier för betalningar från aktörerna reduceras högst väsentligt.

I ett nettingbaserat clearingsystem med arrangerade krediter är det av största vikt att nettingen också håller. Av stor betydelse är därför:

- * legaliteten av kvittningar och netting av betalningsförpliktelser
- * legaliteten av kvittningar och netting av leveransförpliktelser
- * legaliteten av pantsättningar för att säkerställa förpliktelserna.

För att ett sådant likviditetsskydd skall vara tillfredställande, skall de "nettade" affärerna inte kunna angripas av juridiska skäl eller förändras genom att affärerna av andra skäl backas ut. Mot bakgrund av detta och att medlemmarna i PmC var obegränsat ansvarig för bolagets förpliktelser krävde Riksbanken liksom de flesta andra medlemmarna, en särskild lagstiftning som reglerade nettingen och PmC:s pantsättning. Lagstiftningen innebar bland annat att säljarens stoppningsrätt upphörde i samma stund som PmC lämnade sin utfästelse om betalning. Den särskilda lagstiftningen om PmC medförde även att PmC:s pantsättning till stöd för lämnade utfästelser om värdepappersleverans och betalningar fick formen av en legalpant.

En av de mest centrala uppgifter som PmC med hjälp av PmC-systemet hade att fullgöra var att tillförsäkra såväl lagstiftare som samtliga aktörer att nettingen och pantsättningen genomfördes på ett sådant sätt att alla de grundläggande krav som allmänt uppställts för pantsättning av lös egendom iaktogs. Dessa krav var individualisering, separation och förhindrad disponibilitet. En så kallad generell pantsättning ansågs av rättsäkerhetsskäl som oacceptabel.

3. Ett utformande av PmC-systemet för att uppnå högsta möjliga säkerhet

För att ge bakgrunden till det sätt på vilket PmC-systemet utformats för att erhålla de två tidigare nämnda grundstenarna i riskhanteringssystemet beskrivs inledningsvis översiktligt systemets grundläggande struktur och funktioner.

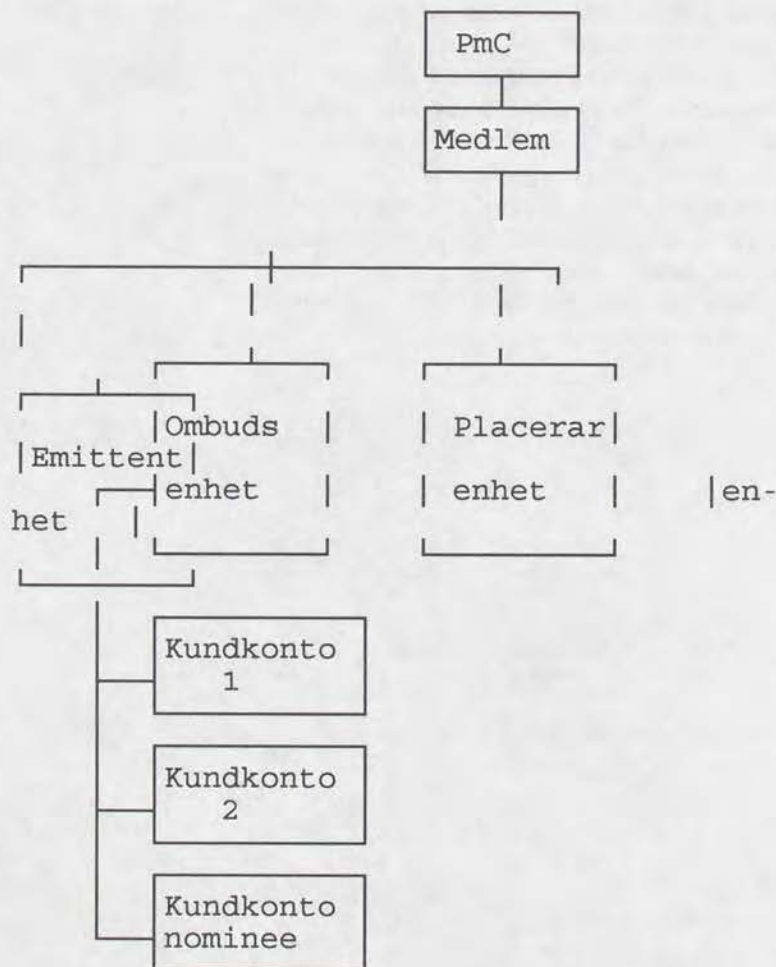
3.1 PmC-systemets grundläggande struktur

PmC-systemet utformades för i princip tre kategorier av medlemmar. Dessa var emittenter, market-makers/placerare eller placerarombud. För placerar-ombud utvecklades ett långtgående systemstöd för att de skulle kunna administrera de indirekt anslutna placerarnas värdepappersaffärer på ett enkelt och rationellt sätt. Slutligen var systemet utformat för PmC:s egen stödjande roll till de övriga.

Kontostruktur

Den registerförande uppgift som tilldelats PmC avsåg ansvaret för att upprätthålla en ständigt aktuell skuldbok för emittenter och motsvarande aktuellt register över värdepappersinnehavare.

Varje medlem i PmC tilldelades inom ramen för samma juridiska person en eller flera handelsenheter beroende på de funktioner de skulle upprätthålla på marknaden. På dessa handelsenheter redovisades dennes affärer och värdepapper. Om en medlem av organisatoriska eller andra skäl valde att verka genom flera handelsenheter i PmC, redovisade systemet förutom alla uppgifter om varje handelsenhet även alla nödvändiga uppgifter till medlemmen om dennes totala ställning i PmC. Den generella kontostrukturen för en medlem som önskade fylla samtliga funktioner på marknaden framgår av nedanstående figur.



Varje indirekt ansluten placerare kunde öppna ett eller flera individualiserade konton hos ett eller flera ombud. PmC och Bankinspektionen uppställde strikta sekretesskrav på att en medlems ombudsenhet skulle vara personellt, system-mässigt och lokalmässigt avskild från medlemmens övriga aktiviteter på penningmarknaden. På grund härav förväntades de flesta placerarna välja endast ett ombud och hos denne att öppna ett konto. Placeraren kunde härigenom vinna den fördelen att samtliga hans affärer med olika medlemmar nettades på detta konto hos det anlitade ombudet. Kontostrukturen var med andra ord uppbyggd för att kunna administrera samtliga marknadens aktörer på ett individuellt sätt.

Förvaltarregistrering (nominee) var genom Bankinspektionens regler för svenska värdepappersinnehavare endast tillåten om innehavet understeg en miljon kronor. Utländska placerare kunde dock fritt välja om de ville registrera sitt innehav som individuellt i PmC genom ett anslutet placerarombud eller förvaltarregistrera detta hos någon godkänd förvaltare. I det senare fallet redovisades i PmC endast förvaltarens samlingskonto för samtliga företrädde placerare.

Innehavet av värdepapper för varje handelsenhet och för varje enskilt kundkonto hos ett placerarombud delades upp enligt nedanstående figur.



Alla uppgifter om värdepappersinnehav eller panter liksom skuldbokens innehåll redovisades till emittenterna/innehavarna i realtid (sekund för sekund).

Affärsregistrering

I PmC registrerade samtliga medlemmar endast basuppgifter för varje affär. Likvidbelopp på registrerade köp-, sälj- och så kallade repoaffärer räknas fram av PmC-systemet. För pantsättning mot likvid krävdes däremot att likvidbeloppet angavs. Mot bakgrund av den korta tid som stod till förfogande för ombudens registrering av företrädde kunders affärer utformades systemet på ett sådant sätt att ombuden endast behövde markera en bekräftelse eller avvisning på de affärer som olika medlemmar registrerat mot kunderna. Härigenom minimerades samtidigt risken för felregistreringar.

Alla affärer i PmC omfattades således av dualitetskrav och en matchningsprocess startades så snart en affär registrerades. Parterna fick omedelbart via skärm information om affären och dess status. Motparten fick i samma sekund information om affärer som inväntade en motparts-

registrering. Så snart affärerna matchats ändrades statusen från obekräftad till bekräftad. Eventuella felaffärer kunde uppmärksammas och åtgärdas på ett mycket tidigt stadium eftersom medlemsavtalet föreskrev att medlemmar skulle verkställa sina registreringar omedelbart. Härigenom reducerades risken för ökade kostnader för kompletteringsaffärer. Alla uppgifter om värdepappersinnehav eller panter liksom skuldbokens innehåll redovisades till innehavarna i realtid.

Systemet gjorde det möjligt för aktörerna att registrera överföringar eller pantsättningar av värdepapper utan motsvarande likvidöverföring inom PmC. Sådana anmälningar prövades omedelbart när två samstämmiga registreringar inkommit. Fanns ett mot anmälan svarande disponibelt innehav, verkställdes (slutregistrerades) överföringen eller anmälan omedelbart och inte enbart på daglig basis. Motsvarande funktioner för omedelbart genomförande hade även utvecklats för att hantera utmätningar och andra rådighetsinskränkningar. Rättighetsinnehavarna kunde därför under PmC:s öppethållandetid disponera över sina innehav på samma sätt som över likvida medel på bankräkning.

Affärsavvecklingsschema

Som tidigare nämnts förelåg det av flera skäl ett samstämmigt krav på att PmC:s affärsavvecklingsschema skulle omfatta totalt tre dagar vilka betecknades Affärsdag (Tradeday), Kontrolldag (T+1) och Likviddag (T+2).

PmC:s öppethållande tider för aktörernas registreringar var följande:

Affärstyp	Affärsdag	Kontrolldag	Likviddag
Köp/säljaffärer	08 - 18	08 - 11 (Kunder) 08 - 13 (Medlemmar)	- -
Repor	08 - 18	08 - 18	08 - 11
Pantsättningar mot likvid	08 - 18	08 - 18	08 - 11
Pantsättning utan likvid	08 - 18	08 - 18	08 - 18
Överföring av värdepapper	08 - 18	08 - 18	08 - 18
Utmätning m.m.	08 - 18	08 - 18	08 - 18

De för PmC och marknadens aktörer mest kritiska tiderna var följande:

Aktivitet	Kontrolldag	Likviddag
PmC:s slutgiltiga prövning av köp- och säljaffärer, varefter PmC förhandsregistrerade och garanterade de godkända affärerna	11 - 13	
PmC:s prövning av repor och pantsättningar mot likvid, varefter PmC <i>löpande</i> förhandsregistrerade dem	11 - 18	08 - 11
Ombudens registrering av så kallade nödfallskrediter till sina kunder	11 - 12	
PmC:s registrering av nödfallskrediter till medlemmar	11.30 - 12	
Likvid mot leverans via Riksbanken och PmC	12 - 13	
(Slutregistreringen genomfördes inom loppet av någon minut, varefter erhållna värdepapper och likvider blev fritt disponibla)		

3.2 Kontroll och säkerställande av aktörernas fullgörandekapacitet

En väsentlig fråga vid utformningen av PmC-systemet var hur systemet skulle samverka med dess användare. Ett ADB-system är ett verktyg som ställer olika långtgående krav på dess användares egna manuella eller maskinella rutiner. Eftersom problem eller bristande kapacitet hos en enda större medlem kunde skapa stora problem för hela marknaden, krävdes ett långt utvecklat administrativt stöd från PmC-systemet. På ett tidigt stadium stod det klart att det korta affärsavvecklingsschemat och de komplexa samband som market-maker-handeln skapade i form av långa överlåtelsekedjor samt kravet att aktörernas fullgörandekapacitet skulle vara säkerställd krävde ett mycket sofistikerat netting- och pantsättnings-system.

Den manuella arbetsinsatsen som kunde avkrävas från användarnas sida var att följa upp och åtgärda de problem som systemet larmade om och som förutsatte att nya affärer eller andra åtgärder vidtogs.

Aktörernas grundläggande förpliktelser i värdepappersaffärer är att leverera de värdepapper som överlåtits eller pantsatts respektive att betala för de värdepapper som skall erhållas. Risker för att någon aktör inte skulle fullgöra sin betalningsskyldighet, dvs. likviditetsrisken, hade som tidigare nämnts eliminerats genom PmC:s upplåningsrätt i Riksbanken.

Denna upplåningsrätten var naturligtvis förbunden med krav på fullgoda säkerheter. Därför måste PmC:s kontroll och säkerställande av aktörernas fullgörandekapacitet inriktas på aktörernas leveranskapacitet respektive aktörernas förmåga att ställa fullgoda säkerheter för en eventuell nödfallskredit.

Att säkerställa aktörernas framtida förpliktelser genom att pantsätta värdepapper eller andra tillgångar är vedertaget för all kreditgivning. Detta är också en metod som tillämpas av alla organisationer som svarar för clearing av derivatprodukter såsom optioner och terminer. Att samma metod också valdes av PmC som var kontoförare av värdepapper var därför naturligt.

De säkerhetskrav som en clearingorganisation ställer på deltagande aktörer har en stor inverkan på marknaden. Om aktören tvingas köpa beloppsmässigt stora säkerheter kommer kostnaderna för säkerheterna att bli en väsentlig del av hans transaktionskostnader och även hämma likviditeten på marknaden.

Hur stor säkerhet som krävs hänger samman med hur långt netting-systemet är tekniskt utvecklat och hur dess rättsliga grund kunnat säkerställas.

I princip kan man urskilja tre olika typer av säkerhetskrav.

Typ av säkerhetskrav	Säkerhetsskraven motsvarar
Bruttosäkerheter	Summa skulder (ingen netting)
Nettosäkerheter	Nettoskuld efter netting
Marginalsäkerheter	Nettoskuld efter netting minus pantvärde på förvärvade värdepapper

PmC hade utvecklat ett så kallat multilateralt nettningssystem i vilket samtliga aktörer ytterst fick PmC som garant för att affärerna skulle kunna fullgöras. Genom den lagstadgade stoppningsrätten och den legala pantsättningen av överlåtarens värdepapper som inträdde när PmC lämnade sina garantier kunde säkerhetskravet reduceras och utformas som ett marginalsäkerhetskrav. Marginalsäkerhetskravet uppgick som regel till mellan 1 - 5 % av netto-skulden, vilket innebar att PmC-systemet möjliggjorde att säkerhetskravet kunde reduceras med 95 % utan att för den skull öka riskerna på marknaden.

PmC:s pantsättnings- och garantirutin

Med ledning av aktörernas innehav och gjorda anmälningar om affärer uppdaterades i realtid i systemet aktörernas förväntade innehav, s.k. position, i varje enskilt värdepapper.

Positionsuppgifter beräknades för innevarande dag, nästföljande dag och näst nästföljande dag. PmC-systemet höll med andra ord inte enbart ordning på aktörernas värdepappersinnehav utan också på aktörernas positioner till följd av anmälda affärer. Utöver positionsuppgifterna beräknades pantvärdet på positionen för de tre dagarna. Samma beräkning gjordes för PmC:s krav på säkerheter för respektive likviddag liksom varje aktörs fordran eller skuld som skulle regleras vid likvidskiftet på respektive likviddag. PmC-systemet redovisade i realtid kraven för att registrerade affärerna skulle kunna garanteras och genomföras inom systemet.

Alla aktörer utan undantag måste till PmC pantsätta de värdepapper som efter netting av affärer i samma värdepapper skulle levereras. Detta betecknades **leveranspant**. På samma sätt måste alla aktörer utan undantag ställa säkerhet för ränte- och kreditrisken i de värdepapper som förvärvades. Denna värdepant betecknades **tilläggsant**. PmC-systemet specificerade med utgångspunkt från de pantvärden som alla värdepapper var åsatta de värdepapper som vid varje stund var pantsatta till PmC som tilläggsant. Önskade innehavaren överlåta ett värdepapper till någon som var pantsatt till PmC prövades hans begäran i varje enskilt fall. Fanns därvid andra värdepapper som PmC i stället kunde ta som fullgod pant, beviljades frisläpp samtidigt med att ett annat värdepapper pantsattes. Om däremot sådan säkerhet saknades förvägrades dispositionen. Ombuden kunde även ställa eget värdepappersinnehav som säkerhet till PmC om en kund saknade egna säkerheter som PmC accepterade.

Affärer som vid den slutgiltiga prövningen inte uppfyllde förutsättningarna för förhandsregistreringen uteslöts ur PmC-systemet.

Tidpunkt för förhandsregistrering

Valet av tidpunkt när aktörernas fullgörandekapacitet slutgiltigt skall säkerställas är av central betydelse. Generellt kan sägas att ju tidigare eventuella problem upptäcks, desto större är förutsättningarna för att aktörerna själva skall kunna absorbera problemen genom att vidta kompletterande affärer och andra erforderliga åtgärder. Motpartsrisken i form av en ökad kostnad för en kompletteringsaffär reduceras därmed väsentligt. Eftersom PmC-systemet kontinuerligt från och med affärsdagen beräknade och redovisade förutsättningarna för förhandsregistreringen till aktörerna, var dessa ständigt medvetna om sin situation.

För att förhindra att förödande dominoeffekter skulle uppkomma på likviddagen, måste den slutgiltiga prövningen av de mest frekventa transaktionerna, dvs. köp- och säljaffärer, genomföras redan dagen före likviddagen. Genom att förhandsregistreringen skulle genomföras före klockan 13.00 på kontrolldagen, fanns nödvändiga förutsättningar för att marknadens aktörer skulle kunna absorbera de problem som skulle kunna

uppträda vid detta tillfälle. Om en eller flera större aktörer skulle ställa in betalningarna

eller på annat sätt saknade förutsättningar för att affärerna skulle kunna förhandsregistreras, kunde PmC även senarelägga förhandsregistreringen några timmar. Genom möjligheten att registrera pantsättningar och repor fram till klockan 11.00 på likviddagen bedömdes dock aktörerna kunna hantera de problem som kunde uppträda, om PmC på kontrolldagen backade ut affärer som ej uppfyllde villkoren för att förhandsregistreras.

Om förutsättningar saknades för att samtliga affärer skulle kunna godkännas till följd av att aktörerna ej uppfyllde krav på leveranskapacitet eller kunde ställa marginalsäkerhet för sin skuld gjorde PmC-systemet ett maskinellt urval av de affärer som skulle backas ut vid den slutgiltiga prövningen på kontrolldagen klockan 11.00-13.00. Systemet innefattade en mycket komplex optimeringsmodell som objektivt prövade vilken kombination av utbackningar av skilda affärer, oavsett part, som skulle ge upphov till att minsta möjliga antal affärer i marknaden som helhet backades ut. Systemet beräknade med andra ord vilka följd effekter i flera led som skulle uppträda för varje val av utbackning. Det kan nämnas att systemets kapacitet att klara komplexa urval för att minimera antalet affärer som måste backas ut prövades under testerna. I en av dessa försöks systemet med 20.000 affärer, där 4.000 olika problem med leveranskapacitet eller bristande säkerheter hos aktörerna förelåg. Testens utfall var tillfredställande.

Ett motsvarande manuellt urval och utbackningsförfarande skulle sannolikt ha krävt en manuell arbetsinsats motsvarande flera årsarbeten.

Att begränsa följd effekter genom manuellt urval av affärer som skall backas ut fungerar helt enkelt inte när hänsyn skall tas till utbackningens effekter på andra parter leveranskapacitet, likviditetsbehov och/eller förändrade förutsättningar att ställa säkerhet för en eventuell nödfallskredit. Det är också det förhållandet som gör att en betydande risk för dominoeffekter föreligger i system som bygger på antagandet om att en sådan utbackning kan åstadkommas på likviddagen.

Genom förhandsregistrering på kontrolldagen blev aktörerna redan vid detta tillfälle försäkrad om att affärerna skulle genomföras oavsett vad som därefter skulle hända med de ursprungliga affärsmotparterna. **Risken för dominoeffekter eliminerades redan på kontrolldagen.**

Affärsavveckling eller settlement

PmC:s likvidhantering omfattade alla affärer mellan eller med medlemmar av PmC. Alla med olika affärer förenade likvider, inklusive kuponger och inlösen, nettades per aktör mot PmC. Likvidsaldot för av placerarombud företrädande kunder hölls åtskilt ifrån varandra. På samma sätt hölls medlemmens likvidsaldo för egna affärer åtskild från kundernas likvidsaldon. Settlement genomfördes på likviddagen i samspel mellan PmC, medlemmarna och Riksbanken.

Genom förhandsregistreringen fanns säkerheter pantsatta på ett individualiserat och specificerat sätt för alla aktörer som hade en skuld

att reglera. Dessutom hade säljarens leveransskyldighet säkrats genom pantsättning av det överlåtna värdepapperet. De medlemmar som för egen handel eller som ombud för placerare hade en skuld till PmC skulle överföra motsvarande belopp till PmC:s riksbankskonto. Samtliga inbetalningar skulle ha verkställts kl 11.30.

Saknades inbetalningar från någon medlem, erhöll PmC motsvarande belopp från Riksbanken. Samtidigt registrerades en nödfallskredit i PmC-systemet. På samma sätt kunde ombuden i systemet registrera likvidbeloppen per kund för de kunder som inte fullgjort sin betalningsskyldighet. Med ledning av systemets uppgifter om pantvärden på värdepapper skapades inom loppet av någon minut automatiska pantsättningar av värdepapper motsvarande de belopp som anmälts som nödfallskredit. Dessa pantsättningar mellan medlem och PmC respektive mellan ombud och berörda kunder genomfördes innan settlement verkställdes.

Systemet var även utformat för att PmC skulle kunna inträda och fullgöra settlement i ett ombuds eller annan medlems ställe, om en medlem inställde betalningarna.

Sedan Riksbanken lämnat sin nödfallskredit till PmC och ombuden sin motsvarighet till sina kunder, kunde PmC verkställa utbetalningar till de medlemmar som hade en fordran. I samma stund frisläppte PmC de panter som tagits, om dessa inte omfattades av pantsättningar för nödfallskrediter.

Värdepappersinnehaven som redovisades på penningmarknadskontona i PmC förändrades därvid omedelbart på det sätt som var garanterat av PmC.

Kravet på likvid mot leverans kunde därmed uppfyllas, liksom kravet att PmC skulle eliminera risken för att dominoeffekter skulle uppstå på likviddagen.

Genomlysning av marknaden och underlag för att fastställa pantvärden

Alla affärer förutsattes enligt medlemsavtalet bli registrerade löpande av medlemmarna. Inom PmC-systemet hade också förberedelser vidtagits för att med viss fördröjning under affärsdagen samtidigt sprida information om omsättning och priser till marknaden aktörer. Informationen var utformad med börserna som förebild. Marknadens aktörer skulle därför bli tillförsäkrade den genomlysning av marknaden som är nödvändig för att bedöma dess djup och bredd. Samma information skulle även PmC använda för att dagligen fastställa de marknadsräntor som skulle ligga till grund för fastställande av pantvärden på värdepapper.

3.3 Teknisk driftsäkerhet

Penningmarknaden utgör en mycket väsentlig del av betalningssystemet och alla aktörer, inklusive Riksbanken, skulle komma att bli helt beroende av PmC och PmC-systemet när de fysiska skuldebrevens hade ersatts av kontoförda rättigheter hos PmC. Av den anledningen upp-

ställdes för svenska förhållanden mycket höga krav på driftsäkerhet och tillgänglighet.

Ett krav på den tekniska säkerheten var att en övergång från ordinarie driftställe till en back-up-anläggning i princip aldrig skulle få ta längre tid än 30 minuter att genomföra. Men ett systems sårbarhet avgörs emellertid inte enbart av tillgången till en back-up av den centrala anläggningen. Det är lika väsentligt att säkerställa att medlemmarna som skall verkställa registreringar har samma höga säkerhetsnivå på sin anslutning till systemet.

PmC säkerställde den tekniska driftsäkerheten genom att dubblera såväl det centrala systemet som alla medlemmars anslutningar och utrustningar. De två centrala datamaskinerna var placerade på olika orter med skilda strömförsörjningar från kraftnätet förutom lokala extra strömförsörjnings-reserver.

De dubblerade teleledningar som nyttjades från medlemmarna till respektive datamaskin var separerade från varandra. Mellan de två datacentralerna fanns likaså dubbla förbindelser och samtliga affärs-transaktioner som registrerades i en av maskinerna fanns inom 3 sekunder i den andra maskinen. För att kunna uppfylla ställda tillgänglighetskrav tillhandahöll PmC därför i realiteten två identiska system på olika orter.

Långtgående åtgärder hade också vidtagits för att minimera risken för att någon icke behörig skulle kunna få tillgång till systemet liksom åtgärder för att förhindra att någon användare skulle få tillgång till information han inte var behörig till.

Insikten om finansmarknadens sårbarhet och beroende av säkra system för kontoföring samt clearing och settlement av värdepappersaffärer har under senare år framtvingat motsvarande säkerhetskoncept med dubbla driftställen på ett antal finansiella centrum runt omkring i världen.

Bilaga 3

Sammanfattning av de synpunkter på aktiekontolagen som framkom i samband med Jusitiedepartementets hearing i januari 1992.

Den 9 januari 1992 hölls i Justitiedepartementet en hearing om aktiekontolagen. De närvarande bereddes även tillfälle att skriftligen inkomma med ytterligare synpunkter på aktiekontolagen. Nedan följer en sammanfattning av lämnade synpunkter (Fondhandlareföreningen m.fl. används som beteckning för det gemensamma skiftliga yttrandet av Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Sparbanksgruppen).

1 Allmänt om aktiekontolagen

Aktiespararna:

De kontoförande instituten verkar i praktiken för att endast storkunder bör göra affärer i enskilda aktier och att småkunder skall äga andelar i aktiefonder. Resultatet blir färre aktörer som verkar på marknaden.

Mot bakgrund av de olika intressen som finns på marknaden framstår sammansättningen av VPC:s styrelse som mindre lämplig. Med nuvarande sammansättning är risken uppenbar att emittenternas och fondkommissionärernas intresse går före konsumenternas. Det saknas representanter för den aktiesparande allmänheten, vilket tyvärr synes ha påverkat utformningen av VP-systemet.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

Enligt organisationernas och deras medlemmars erfarenheter, vilka de senare främst vunnit i egenskap av kontoförande institut enligt aktiekontolagen, har aktiekontolagen, liksom VPC:s tillämpning av den, i allt väsentligt fungerat väl. Det hindrar inte att vissa förbättringar bör kunna åstadkommas i enlighet med vad som sägs i det följande.

Beträffande lagens rubrik "Aktiekontolag" är den missvisande, eftersom lagen behandlar annat än aktier. Motsvarande oegentlighet förekommer i t.ex. begreppet aktiekonto, vilket behandlas under 2 kap. aktiekontolagen i det följande. En mer adekvat rubrik på lagen skulle kunna vara lag om kontoföring av finansiella instrument.

I 1 kap. 1 § andra stycket aktiekontolagen anges att avstämningsregister skall föras av Värdepapperscentralen VPC AB. Organisationerna är tvek-

samma till det slag av lagstiftning, som lägger i lagen beskriven uppgift på ett visst utpekat företag, i detta fall VPC, med monopol för detta.

2 Registrering av finansiella instrument

VPC:

För aktier gäller att dessa enligt 1 kap. aktiekontolagen skall registreras för samtliga svenska avstämningsbolag. I denna del har inte uppstått några problem under den tid aktiekontolagen varit i tillämpning.

Vad som däremot är, och i framtiden kommer att vara, ett problem är aktier i utländska aktiebolag, vilka är föremål för handel i Sverige. För dessa aktier finns för närvarande endast de s.k. depåbevisen om ett utländskt aktiebolag önskar registrering hos VPC.

Med hänsyn till att antalsuppgiften i depåbeviset direkt motsvarar samma antal aktier i det utländska bolaget, finns motiv till att låta registrera utländska aktier i systemet. Inom Nordiska rådet har tillsatts en arbetsgrupp för att utreda möjligheterna till samverkan mellan bland annat de nordiska värdepapperscentralerna. I en rapport, "Börssamarbete i Norden" daterad april 1991, har föreslagits hur denna samverkan skall kunna utformas. De nordiska värdepapperscentralerna har, med anledning härav och med anledning av den ökade internationalisering som pågår, tillsatt arbetsgrupper för att närmare utreda lämpliga vägar att underlätta och effektivisera handeln över landsgränserna. I detta sammanhang är det av väsentlig betydelse att VPC kan registrera utländska aktier i det kontobaserade systemet. Enligt ett förslag som lagts fram är det möjligt för exempelvis de norska aktier som innehas av personer i Sverige att i Verdipapircentralen i Oslo registreras med VPC som "förvaltare" för det totala innehavet i Sverige. Därmed skulle vinnas att samtliga värdepappersinstitut i Sverige har möjlighet att systemmässigt hantera dessa aktier på samma sätt som de svenska aktier som innehas av personer i Danmark registreras hos VPC med Værdipapircentralen (VP), Köpenhamn, som förvaltare och den interna hanteringen i Danmark kan ske via VP.

Vidare har förfrågningar hos VPC från utländska bolag ökat under det senaste året. Kontakterna har skett såväl direkt med bolagen som med värdepappersinstituten och båda dessa parter har i detta sammanhang framfört behovet av att utländska aktier hanteras av VPC. Det kan anmärkas att VP i Danmark har möjlighet att registrera utländska aktier, varför det redan idag är möjligt att ingå avtal avseende svenska aktier på den danska marknaden enligt ovan. Vid diskussioner mellan de nordiska värdepapperscentralerna har det dock synts angeläget att avtal mellan värdepapperscentraler i största möjliga omfattning kan göras ömsesidiga.

VPC finner det således angeläget att aktiekontolagen öppnar en möjlighet för VPC att registrera utländska aktier för de bolag som så begär, särskilt som det utländska bolaget redan idag kan låta registrera andra typer av värdepapper enligt 9 kap. aktiekontolagen.

I 9 kap. aktiekontolagen finns en uppräkningslista av de typer av värdepap-

per som skall kunna registreras av VPC. Denna uppräknings begränsar möjligheterna att utnyttja VPC:s system i de fall det inte är möjligt att hänföra ett visst värdepapper till något av de uppräknade. Med tanke på den internationalisering som för närvarande sker inom värdepappersmarknaden kan förväntas att utländska emittenter vänder sig med vissa typer av värdepapper till den svenska marknaden. Detta innebär att VPC:s system inte kan utnyttjas i fall där allt talar för att det borde användas.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

I 1 kap. 2 § aktiekontolagen anges på vilka instrument lagen är tillämplig. Uppräkningen kompletteras i 9 kap. 1 §. Redan före tillkomsten av aktiekontolagen framfördes, bl.a. från fondhandlareföreningens sida, uppfattningen att det vore praktiskt ändamålsenligt att skapa möjligheter att föra in nya instrument i avstämningsregister utan att behöva gå omvägen över lagstiftning. Organisationerna har alltså den uppfattningen. Det borde således vara möjligt för det företag, vilket för avstämningsregistret, att besluta om detta. Om det anses att rättsliga synpunkter skall garanteras få ett inflytande på frågan, vore en möjlighet att föreskriva att aktiekontonämnden skall höras innan sådant beslut fattas. Alternativt skulle Finansinspektionen kunna höras, eller såväl nämnden som inspektionen. I vart fall skulle en sådan ordning avsevärt förenkla de kompletteringar med nya instrument som kan behöva göras i framtiden.

Ett fall då registrering kan behöva ske, utöver vad som nu tillåts, är i fråga om innehav av en viss rättighet som är registrerad enligt aktiekontolagen och vilken berättigar till annan rättighet, vilken inte finns uppräknad i lagen. Som exempel kan nämnas fordringsrätt, vilken tillkommer den som blivit fränhänd aktier genom förhandstillträde i samband med tvångsinlösen. Sådant fordringsrätt kan idag inte registreras enligt aktiekontolagen, men registrering sker tills vidare i VP-systemet genom att fordringsrätten benämnes tvångsinlöst aktie. Om det inte lämnas åt registerföraren att besluta om dylika kompletteringar, bör uppräknings i aktiekontolagen kompletteras i vad avser sådan tvångsinlöst aktie.

Organisationerna vill i detta sammanhang framhålla att, för det fall uppräknings i 9 kap. 1 § skulle bibehållas, punkten 4 bör ändras så att även annan än aktiebolag kan utställa inköpsrätt. Exempelvis kan en ekonomisk förening utge inköpsrätter avseende aktier i ett helägt bolag.

I 9 kap. 1 § 3 aktiekontolagen talas om aktieägares rätt i förhållande till den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag, s.k. depåbevis. Eftersom kontosystem förekommer också utomlands bör orden "förvarar aktiebrev" ändras så att ordalydelsen överensstämmer med detta förhållande.

3 Förvaltare och förvaltarregistrering

Finansinspektionen:

Enligt 8 kap. 1 § aktiekontolagen skall regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer pröva frågor om bl.a. tillstånd för någon att införas i aktiebok enligt 3 kap. 10 § 2 st ABL. Enligt 1 § 3 p aktiekontoförordningen prövar inspektionen frågor om tillstånd som avses i 8 kap. 1 § aktiekontolagen.

Inspektionen har utifrån 3 kap. 10 § andra stycket ABL och ordalydelsen i 8 kap. 1-3 §§ aktiekontolagen och motivuttalanden tolkat bestämmelserna så att inspektionen skall ge dels bolaget ett tillstånd att i aktieboken få införa en utländsk förvaltare och dels den utländske förvaltaren ett tillstånd.

Bestämmelserna om vilka tillstånd inspektionen skall ge är otydliga och det förhållandet att en utländsk förvaltare skall ha ett nytt tillstånd för varje nytt aktieslag han förvaltar framstår inte som ändamålsenlig.

Följande frågor bör övervägas:

1. Bestämmelserna om vilka tillstånd inspektionen skall meddela bör göras tydligare.
2. Det bör öppnas möjlighet att ge en utländsk förvaltare ett generellt tillstånd att vara förvaltare för svenska aktier.
3. Förutsättningen att aktien skall vara föremål för handel vid utländsk fondbörs bör omprövas.

Ex. AB X har tillstånd enligt 3 kap. 10 § 2 st ABL och flera utländska förvaltare finns registrerade hos inspektionen. AB X har ett helägt dotterbolag AB Y. AB X beslutar att dela ut aktierna i AB Y till sina egna aktieägare. Aktierna i AB Y kommer inte att bli föremål för handel vid utländsk fondbörs. Därmed kan AB Y inte få tillstånd enligt 3 kap. 10 § 2 st ABL. Aktierna i AB Y kan därmed inte förvaltarregistreras hos en utländsk förvaltare. En rad praktiska problem uppstår vid fördelningen av aktierna.

Viss förvaltarregistrering

Svensk auktoriserad förvaltare är skyldig att lämna uppgift till VPC om vilka som är ägare till de förvaltarregistrerade aktierna. Det förekommer att svenska förvaltare har utländska förvaltares innehav förvaltarregistrerade hos sig. Något förbud mot detta finns inte. Konsekvensen av arrangementet blir dock att den svenske förvaltaren inte kan lämna uppgift om vilka som äger de aktier som den utländske förvaltare förvaltar. Det bör göras klart hur lagstiftaren ser på detta förhållande.

Förvaltare av skuldförbindelser

1. Enligt nuvarande bestämmelser kan endast svensk auktoriserad förvaltare vara förvaltare av skuldförbindelser. Det bör övervägas om även utländsk förvaltare skall kunna få motsvarande tillstånd.
2. I bilaga 3 till de medlemsavtal som träffades i det förutvarande PmC

reglerades frågan om förvaltarregistrering av skuldförbindelser. Där sades bl.a. följande: Avser förvaltningen innehav av skuldförbindelser för svensk fysisk eller juridisk person med hemvist i Sverige får innehavet, såvitt avser varje enskild emission, endast avse ett högsta nominellt belopp om en milj kr eller det högre belopp som inspektionen kan komma att medge. - Miljongränsen fick överskridas om medlemmen på goda grunder bedömde att innehavet inom 30 dagar åter skulle gå ned till högst en milj kr. Översteg innehavet angivna gräns skulle innehavet i stället registreras på individuellt konto i PmC-systemet. För utländsk förvaltare gällde inte någon beloppsgräns.

Skälen till att bestämmelsen infördes i medlemsavtalet var dels att en förutsättning under PmCs framväxt varit att innehaven skulle vara registrerade individuellt och dels att inspektionens inställning var att en sådan beloppsgräns torde införas. Möjligheten och konsekvensen av att tillåta förvaltarregistrering av mycket stora belopp bör övervägas.

VPC:

För utländska förvaltare med tillstånd enligt 8 kap. 1 § aktiekontolagen gäller att dessa får förvalta aktier men inte skuldförbindelser och övriga rättigheter som finns angivna i 9 kap. aktiekontolagen. Detta innebär stora problem på grund av att bolagen i emissioner och andra erbjudanden till sina aktieägare ger möjligheter att erhålla den typ av rättigheter som återfinns i 9 kap. aktiekontolagen. Detta innebär vidare att den utländska värdepappersägare som har sitt aktieinnehav förvaltarregistrerat hos en utländsk förvaltare måste ha ytterligare en förvaltare för övrigt innehav. Detta kan inte ha varit en medveten avsikt vare sig från lagstiftarens eller remissinstansernas sida, varför en ändring snarast bör ske.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

I den praktiska tillämpningen har det uppstått viss tvekan om hur långt överensstämelsen går i rättsligt hänseende mellan förvaltarregistrering och direktregistrering hos VPC. Särskilt har diskuterats hur förvaltaren själv kan få rättstitel till exempelvis pant i den hos förvaltaren registrerade egendomen. Det vore av värde om det på ett tydligare sätt än f.n., i lagtext och i vart fall i motivtext, gjordes klart dels att de båda formerna i alla avseenden är helt jämställda, dels hur sakrättsligt skydd uppkommer vid förvaltarregistrering, t.ex. vid kommissionspansättning. Det efterlyses således ett klagörande uttalande till undvikande av hittills tämligen ofta ställda frågor om hur det egentligen förhåller sig. Därjämte bör — på samma grund — i motiven klargöras att kommissionspant enligt kommissionslagen förekommer på samma sätt oberoende av om registreringsformen är förvaltar- eller direktregistrering.

Organisationerna vidhåller sin i remissyttrande vid tillkomsten av aktiekontolagen framföra kritik av gränsen 500 aktier i 8 kap. 9 § aktiekontolagen.

Vid hearingen togs från Finansinspektionens sida upp frågan om inspektionens tillstånd beträffande utländsk förvaltare. Organisationerna har uppfattningen att en utländsk förvaltare bör kunna få ett generellt tillstånd att förvalta svenska kontoförda instrument. Detta skall givetvis kunna återkallas, om omständigheterna föranleder det. Den hittills krävda förutsättningen att förvaltrad aktie skall vara föremål för handel på utländsk börs bör inte längre upprätthållas.

Från inspektionens sida togs också upp frågan om ett klagörande vad som bör gälla i fråga om möjligheten för utländsk aktieägare att vara anonym genom att förvaltarregistrera sitt innehav hos utländsk förvaltare, vilken i sin tur förvaltarregistrerar detta innehav hos svensk förvaltare. Enligt organisationernas uppfattning är det väsentligt att den nu angivna ordningen kan tillämpas också fortsättningsvis. Det är därvid angeläget att utländska placerare, såsom f.n., kan erbjuda ett anonymitetsskydd. De kan ofta få ett sådant på sin egen marknad och påkallar därför detta också för sina placeringar i svenska aktier och andra värdepapper. Deras berättigade anspråk bör kunna tillgodoses. Det gäller särskilt som utländska förvaltare inte sällan enligt sin inhemska lagstiftning är förbjudna att indentifiera ägarna.

Vad som ovan sagts berör aktier. Motsvarande bör gälla också för marknadsnoterade skuldförbindelser. Det bör också anmärkas att det, såsom lagen är utformad, inte finns några särskilda regler om utländska förvaltare av skuldförbindelser.

4 Insyn i aktieboken och skuldboken

Finansinspektionen:

Enligt aktiekontolagen 9 kap. 9 och 10 §§ har en utfärdare av skuldförbindelser rätt till insyn i skuldboken. I lagen om penningmarknadskonton intogs en motsatt ståndpunkt, dvs. emittent hade enligt huvudregeln ej rätt att få reda på borgenärernas identitet. Frågan om emittents insynsrätt i skuldboken bör övervägas.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

Företrädare för Finansinspektionen tog vid hearing upp frågan om den rätt till insyn in skuldboken som enligt 9 kap. aktiekontolagen tillkommer den som emitterat en skuldförbindelse. Enligt organisationernas uppfattning bör nuvarande ordning — med en sådan insynsmöjlighet för emittent — i princip bestå, varvid dock måste beaktas vad som ovan sagts om utländsk förvaltare. När det gäller skuldebrev bör dock hänsyn tas till stora placerares och utländska förvaltares intresse av sekretess. En emittent bör i emissionsvillkoren kunna avstå från en rätt till insyn i skuldboken. Ett problem som härvid bör beaktas är effekterna av nuvarande och eventuellt kommande uppplagningsregler.

Aktiespararna:

Att låta mindre innehav som är helt försumbara för inflytandet i olika företag vara offentliga är ett ingrepp i den personliga integriteten. Jämför t.ex. med den stränga sekretess som gäller privatpersoners banksäkringar. Det har i olika sammanhang framförts att kravet på insyn skulle vara ett utslag för offentlighetsprincipen. Det är därför väsentligt att slå fast att offentlighetsprincipen reglerar den enskildes möjligheter till insyn i det offentliga, icke det omvända.

5 Legalpant och likvidhantering

Finansinspektionen:

Frågan om införande av en legal panträtt med förmånsrätt i förvärvsobjektet före avtalspant, sökning m.m. för t.ex. den som upprätthåller en likvidgarantifunktion i marknaden bör övervägas. Även frågan om automatiskt friställande av sådan pant bör utredas.

Fondhandlareföreningen:

Vid hearingen framfördes ett förslag om en legal panträtt i de rättigheter som noterats i daglig journal. Organisationerna skall här kort återkomma till detta förslag, vilket grundar sig på att den ordning för likvidhantering, som skisserades i prop. 1988/89:152, i praktiken visat sig fungera mindre väl. Likvidhanteringen, som i sin praktiska utformning baseras på denna ordning, uppfyller således inte alla krav som måste kunna ställas i det att den inte ger eftersträvat ekonomiskt skydd för inblandade parter. Samtidigt är den nuvarande likvidhanteringen kostsam såväl vad gäller garantikostnader som kostnader för kontroll och administration. En annan ordning är därför angelägen. Därvid är det mycket angeläget att de stora värden som finns i de finansiella instrument, vilka är tillfälligt registrerade i daglig journal, kan utnyttjas som säkerhetsmassa.

Eftersom likvidhanteringen är av central betydelse för VP-systemets, och därmed för aktiekontosystemets funktion, måste så funktionella lösningar som möjligt eftersträvas. Ett sätt vore att stärka likvidhanteringen med en legalpant i de värden som "ligger i" daglig journal. Det skulle t.ex. kunna ske i den formen att i aktiekontolagen — förslagsvis i 2 kap. — införas en bestämmelse om att de tillgångar som vid var tid är antecknade i daglig journal, och som är föremål för äganderättsövergång, utgör pant — med prioritet framför övriga rättigheter — för det registrerade kontoförande institutets samlade åtagande att erlagga likvid i systemet. Såsom panthavare skulle kunna anges övriga kontoförande institut i systemet, varvid deras panträtt borde stå i proportion till de likvidkrav de vid varje tid har. Panträtten skulle upphöra sedan egendomen överförs till aktiekonto, om inte panten dessförinnan behöver tas i anspråk. Panträtten skulle vara densamma vid affärer i kommission och fast räkning.

Men en sådan bestämmelse skulle den nuvarande formen för säkerstäl-

lande av likvider kunna upphöra eller kraftigt begränsas, eftersom kvarstående likvid skulle begränsas till de kursförändringar som kan uppkomma i egendomen.

6 Underrättelser till kontoinnehavare m.m.

VPC:

Enligt aktiekontolagen 5 kap. 1 § skall VPC dels sända meddelanden till värdepappersägaren vid varje förändring på värdepapperskontot (=aktiekonto/skuldkonto) och dels i samband med årsskiftet sända en sammanställning med samtliga förändringar som ägt rum under året. Den enskilda värdepappersägaren har möjlighet att avstå från årssammanställningen, men detta sker i en ytterst begränsad omfattning. Trots att möjligheten att avstå finns utnyttjas denna således inte ens av dem som klagar på att VPC sänder ut en dylik sammanställning. En möjlighet i detta sammanhang vore att omformulera bestämmelsen på ett sådant sätt att värdepappersägaren på begäran skall erhålla en årssammanställning. Med tanke på att samtliga kontohavare erhåller VP-avier vid varje förändring på kontot och att s.k. årsbesked som innehåller redovisning av totalt innehav per den 31 december samt under året utbetald avkastning, kan det synas onödigt att även sända ut en dylik sammanställning till andra än dem som så begär.

VPC vill i detta sammanhang informera om att man i Danmark fattade beslut i december 1991 om att begränsa antalet meddelanden från VP till värdepappersägarna. Skälet till ändringen var detsamma som nu uppmärksammas i Sverige, nämligen att värdepappersägarna inte känner ett behov av att erhålla meddelanden i den omfattning som sker.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

I 4 kap. 11 § aktiekontolagen anges att den vars rätt berörs av en rättelse skall lämnas tillfälle att yttra sig. Det har visat sig att det bl.a. på grund av tidsskäl i vissa fall finns ett behov av att kunna vidta rättelse utan att yttrande inhämtats i förväg. Det har således förekommit fall, vilka avsett mycket stora värden, där det dröjsmål som föranletts av omgången med yttrande varit mycket besvärande. Bestämmelsen bör därför ändras så att rättelse inte behöver föregås av yttrande, om det är uppenbart obehövligt eller om fara är i dröjsmål. En något likartad ändring har införts i 17 kap. 15 § och 30 kap. 13 § rättegångsbalken.

Utan att organisationerna påkallar eller föreslår någon lagändring i aktiekontolagen skall här kort pekas på några förhållanden rörande aktiekontolagen — närmast 4 kap. — som vållat vissa problem.

I 5 kap. 1 § första stycket aktiekontolagen ges den rättsliga bakgrunden till behovet för VPC att i olika sammanhang avisera om registreringsåtgärder. Hittillsvarande erfarenheter visar att avisering skett i alltför stor omfattning. Inte minst har de ägare som fått avier ofta irriterats över mångfalden sådana och klagat på dessa eller ansett det påkallat att hos sitt

kontoförande institut eller direkt hos VPC efterhöra innebörden av en avi.

En bättre lösning är enligt organisationerna att det i lagen föreskrivs att regeringen eller myndighet som regeringen bemyndigar, dvs. Finansinspektionen, får utfärda närmare föreskrifter om när avisering skall äga rum. En rimlig ordning kan vara att registerföraren skall avisera de registrerade exempelvis fyra gånger årligen, dock endast när någon ändring i registret avseende registrerad person har skett sedan senast föregående tidsavisering. Oavsett om någon registerändring skett bör varje registrerad minst en gång årligen få en fullständig avisering. Denna skulle dock inte behöva innehålla allt som skett under året utan kunde samordnas med den uppgift till underlag för beskattning som skall lämnas. Beträffande vissa slag av transaktioner kan omedelbar avisering vara motiverad. Härutöver skall givetvis registrerad ha rätt att mot ersättning får information ur registret när han begär det. Sådan begäran bör kunna vara stående. Vidare gäller 10 § datalagen.

7 Övriga synpunkter

VPC:

I samband med lagstiftningsarbetet föreslog VPC att det i 2 kap. 3 § aktiekontolagen skulle vara ett krav på uppgift om bankkonto till vilket utbetalningar av utdelningar, räntor och kap. italbelopp kunde ske. Detta ansågs ej vara möjligt att ta med vid det tillfället. VPC vill nu återkomma till denna fråga på grund av dels de stora kostnader som detta medför för bolagen och dels de säkerhetsproblem som utsändandet av bankgiroavier medför.

För varje bankgiroavi uppgår kostnaden till cirka 30 kr, vilket kan synas som ett relativt ringa belopp, men med beaktande av att antalet bankgiroavier totalt uppgår till cirka 400 000 st. rör det sig om stora kostnader för bolagen och indirekt för ägarna. För ett mycket stort antal av bankgiroavierna gäller att utbetalat belopp understiger kostnaden för avin. Vad som är betydligt allvarigare är att bankgiroavierna i vissa fall kan uppgå till mycket stora belopp. Detta medför ökade risker och ränteförluster för utbetalningsmottagaren. Det finns idag inga möjligheter att helt eliminera riskerna vid denna typ av kontantutbetalning. Det enskilda beloppen på dessa bankgiroavier kan uppgå till verkligt stora belopp, vilket särskilt gäller när det är fråga om återbetalning av kapitalbelopp, men även i samband med andra typer av utbetalningar uppgår beloppen till avsevärd storlek.

VPC finner på grund av vad ovan nämnts, och det omfattande ansvar som ålagts VPC i de fall någon tillfogas skada, att aktiekontolagen borde ändras så att bankkonto skall anges på de VP-konton som registreras i det kontobaserade värdepapperssystemet.

Fondhandlareföreningen m.fl.:

Avstämningsregister enligt aktiekontolagen består enligt 2 kap. 1 § av daglig journal och aktiekonto. I de följande paragraferna ställs mer detaljerade ramar upp särskilt för aktiekonton. Man kan lätt konstatera att lagen "aktiekonto" skiljer sig från det begrepp "vp-konto", som VPC introducerat. Skillnaden utmärks särskilt av att aktiekonto enligt lagen är relaterat till avstämningsbolag såtillvida att varje aktieägare skall ha minsta ett aktiekonto för aktierna i ett och samma bolag, medan VP-registret är relaterat till aktieägaren som person och kan innehålla en och samma persons aktier i olika bolag.

Organisationerna anser det vara olyckligt att två begrepp med olika men likartad innebörd förekommer i lagen och i den praktiska handläggningen. Sett ur organisationernas synvinkel är formen VP-register systematiskt att föredra. Det är således enligt organisationernas uppfattning viktigare att ha ägarna som "sorteringsfaktor". Detta torde inte heller strida mot bolagens uppfattning, eftersom en aktiebok kan framställas under alla förhållanden. En anpassning av lagen till den i praktiken rådande ordningen bör därför ske.

När det gäller att välja beteckning, kan konstateras att termen "aktiekonto" är oegentlig, eftersom annat än aktier kan kontoföras. En mer neutral term kan möjligen vara "vp-konto" eller "värdepapperskonto" även om den oegentligt innefattar ledet "papper". Om begreppet "vp-konto" skall användas måste det dock ges en innebörd som överensstämmer med nuvarande vp-konton, dvs. så att samma begrepp ges samma innehåll såväl i lagen som i praktiken.

I 6 kap. aktiekontolagen bör införas en bestämmelse om att ett kontoförande institut har en s.k. stoppningsrätt gentemot en sin slutkund som inte fullgör sina åtaganden, varmed här menas en rätt att "dra tillbaka" en affär, om kunden inte fullgör sina skyldigheter. Anledningen till att den sådan bestämmelse bör införas i aktiekontolagen och inte i kommissionslagen är att stoppningsrätten bör omfatta såväl kommissionsaffärer som affärer för värdepappersinstituts egen räkning. Bestämmelsen bör samordnas med den nuvarande 6 kap. 5 § aktiekontolagen. Det skall givetvis inte vara någon skillnad i de fall rättigheterna är direktregistrerade hos VPC eller förvaltarregistrerade.

Ett tillämpningsproblem, som har samband med vad som nämnts under 2 kap. aktiekontolagen angående terminologi och systematik i aktiekontolagen respektive VP-systemet, finns i 6 kap. 2 § aktiekontolagen. I den anges att sakrättsligt skydd för en köpare gentemot säljarens borgenärer inträder när "förvärvet har registrerats". I VPC:s affärssystem skall registrering göras av både köparens och säljarens kontoförande institut för att registrering skall kunna ske i huvudregistret, dvs på aktiekontot. Lagen saknar emellertid uttrycklig bestämmelse om vilken registrering som ger den sakrättsliga verkan. Teoretiskt finns fyra olika möjligheter, nämligen att det för skydd krävs registrering av a) köparens kontoförande institut, b) säljarens kontoförande institut, c) både köparens och säljarens kontoförande institut eller d) endera av köparens och säljarens kontoför-

ande institut. Knut Rodhe har dock i uppsats i festskrift till Grönfors (s 381 ff) förordnat att skyddet skall anses knutet till registrering genom köparens kontoförande institut eller möjligen till den registrering som sker först. Enligt organisationernas uppfattning finns emellertid skäl för att utgångspunkten för skydd skall tas i den registrering som görs av säljarens kontoförande institut. I vart fall är VP-systemet uppbyggt så, att registrering genom säljarens kontoförande institut är avgörande för säljarens fortsatta förfogandemöjlighet. Det vore önskvärt med ett klargörande i denna fråga. Eftersom förhållandet har central betydelse för det sakrättsliga skyddet kan ett förtydligande av 6 kap. 2 § aktiekontolagen behöva ske.

I 3 kap. 8 § aktiebolagslagen stadgas att ett beslut om borttagande av avstämningsförbehåll blir giltigt endast om den som har pant i bolagets aktier skriftligen samtyckt till beslutet. I aktiekontolagen finns inga bestämmelser om vad som skall gälla när aktiebolag ändrar bolagsordning genom att upphäva avstämningsförbehåll, eller när emittent beslutar att rättighet ej längre skall kontobokföras enligt aktiekontolagen. Enligt organisationernas uppfattning är kravet i ABL på samtycke från pant-havare omotiverat och innebär en betungande och onödig omgång. Organisationerna föreslår att det istället införs en skyldighet för bolag att i god tid informera om en sådan ändring. Informationen bör rikta sig delat till allmänheten, dels till berört kontoförande institut, dels till var och en som är antecknad i avstämningsregister och enligt anteckningen har någon form av bolagsrättsligt anspråk. Så t.ex. har förvaltare av rättighet registrerad enligt aktiekontolagen ett berättigat intresse av att i god tid få kännedom om sådan ändring. En ändring bör inte få genomföras utan att den som berörs fått viss tid att göra påpekanden. Om invändning görs, måste den prövas, innan avstämningsförbehållet upphävs. Vidare bör det åligga bolaget att tillställa panthavare eller annan behörig aktiebrev eller annat rättighetsbevis, när sådant senare har utfärdats.

Enligt 3 kap. 2 § konkurslagen kan normalt inte godtrosförvärv ske från konkursgäldenär från och med andra dagen efter det att konkursbeslutet kungjorts. I sista stycket i samma paragraf hänvisas till att särskilda regler gäller vid gäldenärs överlåtelse eller pansättning av löpande skuldebrev, aktiebrev eller andra jämförbara värdehandlingar. Detta stycke bör enligt organisationerna kompletteras med en hänvisning till rättigheter registrerade enligt aktiekontolagen. Genom en sådan hänvisning skulle det klarläggas att godtrosförvärv av rättigheter registrerade på VP-konto kan ske till dess konkursen registrerats i avstämningsregistret. Detta skulle underlätta den allmänna omsättningen och samtidigt understryka behovet för konkursförvaltare att omgående anmäla konkurs till VPC för registrering.

Bilaga 4

Några använda begrepp

Förklaringarna skall inte uppfattas som normerande, utan endast som hjälpmedel vid läsningen av detta betänkande. Sist i förklaringen av ett begrepp står i förekommande fall motsvarande engelska uttryck inom parantes.

Avdrag

Se belånings- och säkerhetsvärde. (Haircut).

Avistainstrument och avistamarknaden

Begreppet avista används då och då för att beteckna sådana instrument och marknader där avveckling sker i direkt anslutning till avslutet i motsats till derivatmarknaderna. Även på avistamarknaderna sker dock avvecklingen viss tid efter avslut, vanligen två, tre eller fem dagar efter avslutsdagen. På avista- eller spotmarknaden för valuta (forex-market) sker avveckling två dagar efter avslut. Avista betyder egentligen vid uppvisandet, t.ex. en växel skall betalas vid uppvisandet. (Cash securities eller actuals resp. spot-market eller cash-market).

Avslut

Beteckningen på att en överenskommelse om köp eller försäljning av finansiella instrument har kommit till stånd. Avsluten kan exempelvis ske på ett börsgolv, per telefon eller genom ett automatiskt handelssystem. (Trade).

Avslutsdag

Den dag då avslut har skett. En vanligt sätt att beskriva tidschemat vid avveckling är att ange att avveckling skall ske T+3 eller T+5, vilket innebär att avveckling sker tre eller fem dagar efter avslutsdagen. Avslutsdagen kallas även affärsdag eller handelsdag. Se nedan även avvecklingsdag. (Trade-day).

Avveckling

Fullgörande av parternas förpliktelser att betala eller att leverera finansiella instrument till varandra genom överförandet av likvider eller finansiella instrument. (Settlement).

Avvecklingsdag

Den dag avvecklingen skall ske. Likviden skall överföras till säljaren och de finansiella instrumenten till köparen. Tidschemat för avvecklingen redovisas ibland genom hänvisning till avvecklingsdagen. Exempelvis kan det anges att de finansiella instrument som skall levereras skall vara clearingorganisationen eller clearingmedlemmen tillhanda S-1, dvs. en dag före avvecklingsdagen resp. att likviden vid avvecklingen är tillgänglig för säljaren S eller S+1, dvs. på avvecklingsdagen eller en dag efter avvecklingsdagen. I betänkandet används vanligen det andra sättet att redovisa tidsschemat vid avvecklingen, nämligen T+3, se vidare under avslutsdag. (Settlement-day).

Avvecklingsrisk

Risken för att en aktör vid avvecklingen inte kan fullfölja sina förpliktelser att betala eller leverera finansiella instrument. (Settlement-risk).

Avvecklingsverksamhet

En av clearingorganisation bedriven fortlöpande verksamhet som består i att på clearingmedlemmarnas vägnar sörja för att förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller att leverera finansiella instrument till varandra avvecklas genom överförandet av likvid eller instrument. (Settlement operations).

Backning

Vissa clearing- och avvecklingssystem tillämpar en procedur som innebär att nettnings eller överföringarna av finansiella instrument och likvider är provisoriska till dess samtliga deltagare har fullföljt sina åtaganden. För det fall en deltagare inte kan fullfölja sina åtaganden kommer dennes åtaganden, samtliga eller vissa (total eller partiell backning), att uteslutas från clearing och avvecklingen. En backning av underlaget för avvecklingen kommer således att ske och ett nytt underlag tas fram för parternas förpliktelser efter uteslutningen. (Unwind, reversal, revoke).

Backoffice

Avdelning inom en bank eller ett värdepappersbolag som sköter registrering och kontroll av affärshändelserna samt avveckling av affärerna. (Back-office).

Bekräftelse

Se konfirmation.

Benchmark

Med benchmark eller riktmärke på värdepappersmarknaden avses vanligen en obligation eller annat fondpapper eller index i vilket handeln är livlig och som tjänar som riktmärke för prissättningen av andra obligationer med samma löptid. (Benchmark).

Belånings- och säkerhetsvärde

När ett finansiellt instrument utnyttjas som säkerhet vid kreditgivning eller som säkerhet för en aktörs förpliktelser i värdepappershandeln görs ett avdrag (haircut) mellan instrumentets marknadsvärde och instrumentets värde som säkerhet. Avdraget sker till skydd mot förändringar av marknadspriset på instrumentet. Vanligen är avdraget ganska litet, 5-10 %, beträffande statspapper medan avdraget avseende aktier kan vara betydligt större 30-50 %. Begränsningar kan även förekomma av hur stor del av en emission eller av mängden aktier från ett bolag som får utgöra säkerhet.

Betalningssystem

Ett system bestående av en definierad grupp institutioner samt en uppsättning instrument och procedurer, varmed betalningar utförs och förmedlas. (Payment system).

Bilateral nettning

Utgjämning mellan två parter av deras förpliktelser. Detta är i princip detsamma som kvittning, låt vara att det inte bara är betalningsförpliktelserna utan även leveransförpliktelserna som kan utjämnas. se vidare nettning. (Bilateral netting).

Blankning

Försäljning av fondpapper som säljaren inte själv äger vid försäljningstillfället. (Short sale eller short selling)

Bruttoavveckling

En avveckling av förpliktelserna enligt principen affär för affär eller på bruttobasis. Vid avveckling av stora betalningar (large-value payments) har system med bruttoavveckling i realtid (Real Time Gross Settlement) förordats som det säkraste systemet av centralbankscheferna inom EG. Kan även kallas för trade settlement eller trade for trade (gross) settlement. (Gross settlement).

Centralbank

Ett lands sedelutgivande bank som har huvudansvaret för landets penning- och valutapolitik. I Sverige Riksbanken. Vid clearing och avveckling på värdepappersmarknaden är det relativt vanligt att den slutliga avvecklingen av likviderna för affärerna sker genom centralbanken. I flera länder, bl.a. USA och Storbritannien, har centralbanken ansvaret för kontoföring, clearing och avveckling av statspapper. (Central bank).

Central motpart

Funktion hos en clearingorganisation som går in som part vid varje affär som organisationen clearar. Detta innebär att organisationen går in som köpare gentemot säljaren resp. som säljare gentemot köparen (se substitution). Detta är den vanligaste formen av clearing och avveckling vid handeln med standardiserade terminer och optioner. (Central counter-party).

Central värdepappersförvarare

En vanlig internationell rekommendation är att varje land skall ha en central värdepappersförvarare (se bl.a. Trettio-gruppens rekommendationer och Kesslerrapporten). En sådan förvarare skall möjliggöra att leveranser av finansiella instrument kan ske genom kontoföring i ett kontosystem (book-entry). I värdepappersförvararens kontosystem kan de finansiella instrumenten vara immobiliserade eller dematerialiserade, men uttrycket central värdepappersförvarare tar sin utgångspunkt i ett system som bygger på immobilisering och som innebär att de finansiella instrumenten (eventuellt i form av ett s.k. enhetsbrev) förvaras hos det ansvariga institutet. I stället för central värdepappersförvarare förekommer då och då begreppet värdepapperscentral. I betänkandet har utredningen försökt att undvika begreppet värdepapperscentral eftersom det i Sverige är förknippat med bolaget Värdepapperscentralen VPC AB. Inte heller begreppet förvarare är invändningsfritt eftersom något dokument att förvara inte finns i dematerialiserade system. Vid beskrivningen av utländska förhållanden har dock utredningen i brist på annat lämpligt begrepp använt central värdepappersförvarare. Däremot har i stället för värdepappersförvarare uttrycken kontosystem eller annat motsvarande uttryck använts beträffande svenska förhållande. Central värdepappersförvarare översätts vanligen med Central Securities Depository, CSD, och värdepapperscentral med Securities Centre men språkbruket är inte entydigt. Uttrycken Securities Register Centre och Securities Depository förekommer även för centrala institut. Det bör slutligen anmärkas att termen depository i dessa sammanhang även kan beteckna en bank som förvarar finansiella instrument och medel åt en annan bank eller åt en värdepappersfond.

Clearing

Definitionsfrågan diskuteras utförligt i betänkandet. Med clearing förstås vanligen att på parternas vägnar räkna ut förpliktelser för dem att betala i svensk eller utländsk valuta eller leverera finansiella instrument till varandra. Detta kan även innefatta att verkställa en utjämning (nettning) av dessa förpliktelser. Termen clearing (i verbform: cleara) använd ibland även för att beteckna avvecklingen av åtaganden på avvecklingsdagen. Se även utredningens förslag till definition av clearingverksamhet. (Clearance, clearing, clearingverksamhet - clearing operations).

Clearingbank

Benämning på bank som utför clearing- och avvecklingstjänster tjänster åt en annan bank eller värdepappersbolag vid t.ex. gränsöverskridande handel. Betalningen kan exempelvis gå igenom en clearingbank verksam på den aktuella marknaden. Det bör observeras att uttrycket clearingbank har olika betydelser, bl.a. kallas de största bankerna i Storbritannien för clearingbanker, därför att de deltar i Bank of Englands clearingsystem. En annan benämning på en bank som utför betalningstjänster åt en annan bank är korrespondentbank, "Correspondent bank". (Clearingbank).

Clearingmedlem

Den som av en clearingorganisation har fått tillstånd att delta i clearing och avveckling hos organisationen enligt lagen om börs- och clearingverksamhet. Uttrycket direkt clearingmedlem förekommer också och då vanligen i motsats till de aktörer som är indirekta clearingmedlemmar. En direkt clearingmedlem kan förutom att cleara för egen och kunders räkning även cleara för s.k. indirekta clearingmedlemmar. En direkt clearingmedlem kallas General Clearing Member eller Clearing Agent. En clearingmedlem som bara clearar för sin egen räkning kallas Individual Clearing Member. En indirekt clearingmedlem företräds vid någon del av clearing- och avvecklingsprocessen av en direkt clearingmedlem. Den indirekta clearingmedlemmen kan t.ex. vara ett värdepappersbolag och därför inte ha rätt att delta i en likvidavveckling i centralbanksclearingen utan måste i denna del företrädas av en bank. En Non Clearing Member är t.ex. en börsmedlem som inte får delta i clearing. (Clearing member).

Clearing- och avvecklingssystem

Används som beteckning för den typ av clearing och avveckling som tillämpas i ett land, på en delmarknad eller av några aktörer. Ett clearing- och avvecklingssystem kan administreras av en eller flera organisationer. Exempelvis kan leverans och likvid ske genom en clearingorganisation eller kan leveransen ske i ett kontosystem av typ VPC medan likviderna avvecklas i banksystemet eller direkt i centralbanksclearingen. (Clearingsystem eller clearing and settlement system).

Clearingorganisation

Företag som bedriver clearing- eller avvecklingsverksamhet. Utomlands, bl.a. i USA, används uttrycket Clearing house för en sådan organisation medan en organisation som förvarar och/eller registrerar finansiella instrument i USA kallas depository. Clearing agencies är den gemensamma beteckningen i USA för clearing house och depository. (Clearingorganization).

Dematerialisering

Elimineringen av certifikat, aktiebrev eller annan typ av dokument som bevis på äganderätten till ett finansiellt instrument. En dematerialisering innebär att något dokument inte existerar utan de rättsverkningar som konventionellt är förenade med innehav av det finansiella instrumentet är i stället knutna till en registrering på konto i ett kontosystem. Aktiekontolagen bygger på principen om dematerialisering, och detsamma var fallet med den numera upphävda lagstiftningen om penningmarknadskonton. Internationellt används uttrycken uncertificated eller dematerialized security för instrument som är dematerialiserade. Uttrycket book-entry security används då och då men mer i betydelsen att fondpapperet är registrerat i ett kontosystem. I detta kontosystem kan fondpapperet vara dematerialiserat eller immobiliserat. (Dematerialization).

Depå

Förvar av aktier och andra finansiella instrument hos en bank eller ett värdepappersbolag. En bank som förvarar finansiella instrument åt exempelvis en annan bank kallas depåbank. Se vidare depåbevis. (Depot, safe-custody).

Depåbevis

Det är vanligt förekommande att handeln med utländska finansiella instrument sker genom s.k. depåbevis. Dessa representerar den rätt som ägaren av depåbevisen har gentemot den bank (depåbanken) som för hans räkning förvarar aktier i ett utländskt bolag (se 9 kap. 1 § aktiekontolagen och 1 kap. 1 § LHF). Förvaring av instrumenten för depåbankens räkning kan i sin tur ske i en bank eller i ett kontosystem i instrumentets utgivningsland. (Depository receipt, t.ex. American Depository Receipt, vanligen kallade ADR:s).

Derivatinstrument

I vid mening finansiella avtal vars värde beror på en eller flera underliggande tillgångar eller index på sådana tillgångar. Vanliga underliggande tillgångar är valuta, räntebärande papper, råvaror och aktier. De i Sverige vanligaste instrumenten är terminer, optioner och svappar. (Derivative instrument).

Derivatmarknad

Marknad för köp och försäljning av derivatinstrument. Vid handel på en derivatbörs är instrumenten standardiserade vad gäller löptid, volym och villkor för betalning och leverans. På den s.k. OTC-marknaden för derivatinstrument kan avtalen vara mer eller mindre standardiserade. Avtalen kan ingås i enlighet med standardavtal för ett visst instrument som parterna har kommit överens om för att förenkla handeln på marknaden, men avtalen kan också vara skräddarsydda (tailor-made) för att passa parternas särskilda önskemål. (Derivative market).

Dokument

Handling som utgör bevis för viss rättighet, t.ex. certifikat och aktiebrev. Vanliga beteckningar för värdepapper i dokumentform är certificated security eller physical security. För det fall ett instrument är dematerialiserat saknas sådant dokument, se dematerialisering. (Certificate).

Emittent (utgivare)

Den som givit ut ett fondpapper. För aktier: det bolag i vilket aktierna utgör delägarätter. För obligationer och andra skuldförbindelser: den som är låntagare. (Issuer).

Enhetsbrev

I ett kontosystem där fondpapperen är immobiliserade förekommer vanligen ett eller flera s.k. enhetsbrev (globalpapper, globalcertifikat) som representerar de emitterade fondpapperen. Enhetsbreven förvaras vanligen hela tiden i värdepappersförvararens valv. (Global certificate).

Ersättningskostnadsrisk

Risken för att motparten under tiden mellan avslut och avveckling ställer in betalningarna och en ny affär måste ingås med en tredje part, eventuellt till ett annat, sämre pris. (Replacement-cost-risk).

Finansiella instrument

Fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden är legaldefinitionen av finansiella instrument enligt 1 kap. 1 § LHF. Uttrycket finansiella instrument används i Sverige och även internationellt som sammanfattande begrepp för alla typer av instrument som förekommer på värdepappersmarknaden, från noterade fondpapper till skräddarsydda (tailor-made) derivat. (Financial instrument).

Fondbolag

Ett fondbolag som fått tillstånd att utöva fondverksamhet enligt lagen om värdepappersfonder. (Management company).

Fondpapper

Aktie och obligation samt sådana andra delägarätter eller fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning, andel i värdepappersfond och aktieägares rätt gentemot den som för hans räkning förvarar aktiebrev i ett utländskt bolag (depåbevis) är legaldefinitionen av fondpapper enligt 1 kap. 1 § LHF. I Clearingutredningens betänkande används fondpapper eller värdepapper som samlingsbeteckning för aktier, obligationer och liknande instrument, även uttrycket avistainstrument utnyttjas för att skilja dessa instrument från derivatinstrumenten. Begreppet värdepapper, eller med andra ord handling som tillförsäkrar en innehavare en viss rättighet som vanligen kan omvandlas i pengar, är egentligen ett vidare begrepp än fondpapper eftersom det även omfattar växlar, checkar och vissa andra skuldebrev. (Market paper eller securities).

Förvaltare

Person eller företag som har i uppdrag att förvalta annans finansiella instrument och likvida medel. En bank eller ett värdepappersbolag som uppträder som förvaltare benämns vanligen nominee. (Administrator, trustee, manager).

Förvaltning

Enligt 1 kap. 1 § LVR utgör förvaltning av någon annans finansiella instrument tillståndspliktig värdepappersrörelse. (Administration).

Förvar

Finansiella instrument kan i dokumentform förvaras i valvet hos en bank eller ett värdepappersbolag eller kan instrumenten vara immobiliserade eller dematerialiserade i ett kontosystem. (Custody, safe-custody eller safe-keeping).

Förvaringstjänster

Tjänster som hör samman med förvaring av de finansiella instrumenten, t.ex. uppbärande av utdelning och räntor, skatteavdrag, information till ägaren av de finansiella instrumenten. Dessa tjänster utförs vanligen av banker och värdepappersbolag men även i viss utsträckning av centrala värdepappersförvarare och (internationella) clearingorganisationer. (Custody services).

Förvaringsinstitut

En bank eller annat kreditinstitut som förvarar en värdepappersfonds tillgångar och sköter in- och utbetalningar avseende fonden enligt 1 § lagen om värdepappersfonder. (Depository).

Immobilisering

Ett kontosystem för finansiella instrument kan, ibland beroende på legala krav, vara konstruerat så att det i botten finns ett eller flera grundläggande dokument (se enhetsbrev, globalpapper) och att registreringarna på konton formellt representerar andelar av detta dokument. Man brukar då tala om att de underliggande dokumenten är immobiliserade, dvs. de har gjorts orörliga. Det eller de fondpapper som utgör bärare av de grundläggande rättigheterna är nämligen inte föremål för handel utan förvaras vanligen hela tiden i den för kontosystemet ansvariga organisationens valv. Instrumenten i ett system som immobiliserar benämns immobilized security eller book-entry security. (Immobilization).

Initial säkerhet

Se marginalsäkerhet. (Initial margin).

Internationell clearingorganisation

En organisation som administrerar clearing och avveckling av internationella fondpapper, t.ex. Eurobonds, och annan gränsöverskridande värdepappershandel. (International Clearingorganization, se Euroclear och CEDEL).

Kapitalrisk

Risken för förlust av de finansiella instrument eller den likvid som överförs till en motpart som ställer in betalningarna. Kapitalrisken som utgör en kreditrisk är en följd av att likvid och leverans inte sker samtidigt. När kapitalrisken beror på tidskillnader mellan länder kallas den också Herstatt-risk. (Principal risk, capital risk).

Kedjning

Se länkning.

Konfirmation (bekräftelse)

Medlemmar på marknadsplatser och i clearing- och avvecklingssystem utför vanligen affärer inte bara för egen del utan även för kunder. I vissa system finns en procedur inbyggd för att medlemmarna skall kunna underrätta kunderna, t.ex. institutionella investerare, om villkoren för affärerna och därvid ge dessa möjlighet att bekräfta affärerna. Vid handel på bl.a. valutamarknaden utväxlas vanligen bekräftelser av ingångna avtal i syfte att konstatera att parterna är överens om innehållet. Detta led kallas konfirmation eller bekräftelse. (Trade confirmation, affirmation).

Kontinuerlig avveckling

Avvecklingen sker genom kontinuerlig körning av avvecklingsdata i motsats till avveckling vid vissa bestämda tidpunkter genom satsvis eller

klumpvis bearbetning. Även uttrycket rullande avveckling (Rolling settlement) förekommer. (Continuous settlement).

Kontoförande institut

Företag som fått tillstånd att delta och göra registreringar i ett kontosystem där de finansiella instrumenten är dematerialiserade eller immobiliserade, se t.ex. 3 kap. aktiekontolagen. (Account-Operating Institutes eller Institutions).

Kontosystem (kontobaserat system)

System för registrering av äganderätten till finansiella instrument på konton. Leverans av finansiella instrument vid avvecklingen sker i ett kontosystem genom överföring från säljarens konto till köparens konto i kontosystemet. Säljarens konto debiteras och köparens krediteras. I ett sådant system finns instrumenten registrerade på konton (i dematerialiserad eller immobiliserad form), och en registrering har samma funktion och i princip samma rättsverkningar som ett överlämnande av instrumenten i fysisk form (tradition). Se vidare värdepapperscentral. (Book-entry system).

Korsclearing

Vid beräkning av t.ex. krav på säkerheter tas hänsyn till en aktörs position beträffande flera instrument, t.ex. optioner och terminer. Ett negativt säkerhetssaldo på optionssidan kan uppvägas av realiserade vinster på terminssidan. Begreppet används också för att beskriva en utjämning som tar hänsyn till en aktörs position på fler än en marknadsplats. (Cross-clearing).

Kreditrisk

Risken att en affär inte kommer att avvecklas till sitt fulla värde, antingen vid den avtalade tidpunkten eller vid någon annan tidpunkt därefter. (Credit risk).

Leverans

Överförandet av de finansiella instrumenten från säljaren till köparen. Numera sker leveranserna av instrumenten vanligen genom omregistreringar i ett kontosystem. (Delivery).

Leveransförbindelser

Åtagande att leverera ett visst värdepapper som säljaren inte haft tillgängligt på avvecklingsdagen. Förekommer vid den s.k. manuella värdepappersavvecklingen (MVPS) på penningmarknaden i Sverige.

Leverans mot betalning (likvid)

Huvudprincipen för avveckling är leverans mot betalning (likvid) enligt internationella rekommendationer. För att undvika att kapitalrisk uppkommer bör leverans mot betalning ske samtidigt och endast om motprestationen fullgörs. (Delivery versus payment, DVP).

Likviditet

Beteckning för möjligheten att på en marknad köpa eller sälja ett finansiellt instrument. En likvid marknad (marknad med hög likviditet) karakteriseras vanligtvis av relativt stabila priser och relativt små marginaler (spread) mellan köp- och säljpris. En tunn eller icke-likvid marknad kännetecknas av få köpare och säljare, stora skillnader mellan köp- och säljpris samt hög volatilitet. (Liquidity).

Likviditetsrisk

Risken att avvecklingen inte kommer att ske vid rätt tidpunkt utan först vid en ospecificerad tid därefter. Det kan vid avvecklingstidpunkten vara svårt att urskilja om ett fallissemang beror på likviditetsproblem eller om en kreditrisk föreligger. I värsta fall kan likviditeten på en marknad försvinna helt, t.ex. genom att det inte finns några köpare eller säljare av ett visst instrument. (Liquidity risk).

Länkning

Innebär att man vid avvecklingen försöker länka ihop säljaren och slutliga köparen, när ett och samma fondpapper eller post av fondpapper har sålts och köpts flera gånger under samma affärsdag, för att kunna avveckla såväl den slutliga leveransen som de mellanliggande affärerna. För det fall fondpapperet har gått runt, dvs. återköpts av den ursprunglige säljaren uppstår en s.k. "tom kedja". (Chaining).

Marginalsäkerhet

Vid en värdepappersaffär kan skyldighet föreligga för parterna att ställa säkerhet för sina åtaganden i handel. För det fall en clearingorganisationen går in som central motpart eller lämnar garantier för avvecklingen, främst vid options- och terminshandeln, ställer organisationen vanligen krav på säkerhet för att affärerna skall få registreras. Detta kallas internationellt för initial margin (även initial deposit). I betänkandet har initial margin översatts till intitial säkerhet. Det kan vidare föreligga skyldighet för parterna att under tiden mellan avslut och avveckling ställa ytterligare säkerhet vars storlek kan bero på en marknadsvärdering av partens position eller åtagande. Detta kallas i betänkandet för marginalsäkerhet, internationellt förekommer termerna variation margin och maintenance margin. (Margin).

Marknadsgarant

Värdepappersinstitut som regelbundet ställer köp- och säljkurser och därigenom upprätthåller en andrahandsmarknad för fondpapperet. Åtagandet att ställa priser kan vara riktat mot emittenten, marknadsplatsen eller motparterna. (Market maker).

Marknadsrisk

Se ersättningskostnadsrisk. (Market risk).

Marknadsvärdering

En värdering av en aktörs position eller de säkerheter aktören har ställt. Marknadsvärderingen kan bl.a. bygga på dagsvärdet på instrumentet i fråga, aktuella och framtida marknadsförhållanden samt marknadens och instrumentets historiska volatilitet. Uttrycken "mark to market" och "marking to market" avser en sådan dagsvärdering av ett instrument eller ett kontrakt.

Matchning

Kontroll av att parterna är överens om villkoren för affären, såsom slag av instrument, priset, mängden och dag för likvid och leverans. Denna kontroll som sker efter avslutet kallas matchning. Förfarandet består i att avslutsinformationen granskas av parterna. Är dessa överens om villkoren för affären avslutas matchningen ofta med att affären på ett eller annat sätt låses (locked-in trade). Termen matchning kan också beteckna den procedur som består i att köp- och säljorder förs samman till avslut vid handel med standardiserade optioner och terminer eller affärer i automatiska handelssystem för avstatinstrument. (Matching, även uttrycken trade comparison och checking förekommer).

Multilateral nettning

Utgjämning av leveransförpliktelser och/eller betalningsåtaganden mellan fler än två parter. Ändamålet med nettningen är att reducera antalet transaktioner som slutligt avvecklas. Den multilaterala nettningen utförs vanligen av en clearingorganisation. Se vidare nettning. (Multilateral netting).

Motpartsrisk

Sammanfattande beteckning för sådana risker som består i att motparten i en affär kan tänkas misslyckas med att fullfölja sin åtaganden att betala eller leverera. (Counterparty risk).

Nettning

Utgjämning av parternas förpliktelser att leverera finansiella instrument och/eller åtagandena att betala. Nettning innebär att parternas krav mot

varandra utjämnas. Varje parts förpliktelser reduceras till ett mindre antal, i vissa fall till en nettoposition. Nettning reducerar antalet transaktioner som slutligt avvecklas och parternas exponering och risk. (Netting, jfr också clearing).

Nettning genom novation

De ursprungliga avtalen ersätts vid nettning genom novation av ett nytt avtal. (Netting by novation).

Nettoavveckling

Avvecklingen sker på nettobasis efter att en utjämning av förpliktelserna att leverera finansiella instrument och/eller åtagandena att betala har skett. Det är vanligt med system där åtagandena att betala avvecklas på nettobas medan leveranserna av instrumenten sker enligt principen affär för affär. (Net settlement).

Novation

Se nettning genom novation

OTC

I betänkandet används prefixet OTC i sammansättning med handel eller marknad för att beteckna sådan handel och sådana marknader som kännetecknas av att affärerna görs upp direkt mellan två aktörer, vanligen per telefon. Exempel på sådana OTC-marknader är avistamarknaden för valuta och OTC-marknaden för icke-standardiserade derivatinstrument. På den sistnämnda marknaden agerar mycket stora aktörer, t.ex. internationella banker och kapitalstarka värdepappersbolag, och affärerna avser oftast betydande belopp. De vanligaste instrumenten på denna marknad utgör olika slag av derivat med valuta, räntebärande papper, råvaror eller aktier som underliggande tillgång. Även den svenska penningmarknaden är en OTC-marknad. Det vanliga är att också clearing och avveckling vid OTC-handel sker direkt mellan aktörerna själva utan medverkan av en clearingorganisation. I Sverige har begreppet OTC främst förknippats med den s.k. OTC-listan för aktier vid Stockholms fondbörs. (OTC, Over the Counter Trading, OTC-market).

Oåterkallelig överföring

Under clearing- och avvecklingsskedet kan överföringarna av likvider och instrument ha varierande status. När överföringen är slutgiltig eller oåterkallelig och ovillkorlig så är förpliktelsen att leverera eller erlägga likvid fullgjord. Begreppet "ultimate" innebär att en betalning är oåterkallelig och slutlig i centralbankspengar. (Final transfer).

Positionsnettning

Nettning av förpliktelserna att leverera eller att betala mellan två parter eller fler. Vid positionsnettning kvarstår emellertid de ursprungliga avtalen och motpartsriskerna. (Position netting).

Primary dealer

I Sverige bank eller värdepappersbolag som Riksbanken tecknat avtal med för att använda som motpart vid sina operationer (affärer) på penning- och obligationsmarknaden. Endast aktörer, som är återförsäljare till Riksgäldskontoret av såväl statsskuldväxlar som statsobligationer, har möjlighet att teckna sådant avtal. Även utomlands är primary dealers en vanlig beteckning för återförsäljare av t.ex. statspapper. (Primary dealers).

Provisorisk överföring

Se återkallelig överföring. (Provisional transfer).

Repa

Avtal om försäljning av ett värdepapper där säljaren samtidigt förbinder sig att återköpa papperet om en viss tid till ett överenskommet pris. Repan kan även vara omvänd, dvs. avtal om köp i kombination med framtida försäljning. Det som är en repa för den ena parten är en omvänd repa för motparten. (Repurchase Agreement, repo, RP, buy-back agreement).

Riskhanteringssystem

System hos clearingorganisationer och clearingmedlemmar för att hantera de risker som förekommer vid clearing och avveckling. Ett sådant system skall dels begränsa kreditförluster och likviditetsproblem vid en clearingmedlems fallissemang, dels trygga att avvecklingen kan ske på utsatt tid och eventuella förluster kan täckas av deltagarna eller på annat sätt (t.ex. garantier), dels trygga den operationella tillförlitligheten av hårdvara, mjukvara och kommunikationssystem som är nödvändiga för clearingorganisationens fullgörande av avvecklingen. (Risk-management system).

Rullande avveckling

Se kontinuerlig avveckling.

Satsvis bearbetning

Körningarna i ett datasystem av avvecklingsdata vid exempelvis vissa bestämda tidpunkter. Ett annat sätt är att data körs kontinuerligt eller rullande i systemet. Kan också översättas med klumpvis bearbetning. (Batch processing).

Slutlig överföring

Se oåterkallelig överföring.

Spot och spotmarknad

Se avista.

Spread

Skillnad mellan köp- och säljpris (Spread).

Standardiserade optioner och terminer

Exempelvis en option eller termin för vilken standardiserade villkor gäller för löptid, volym och villkor för clearing och avveckling. Derivatinstrument som noteras och handlas på derivatbörser är standardiserade.

Substitution

Innebär att en ny part träder in i avtalet i stället för en av parterna enligt det ursprungliga avtalet. När en clearingorganisationen inträder som motpart till säljare och köpare sker en substitution och det ursprungliga avtalet ersätts av nya avtal mellan clearingorganisation och köparen resp. clearingorganisationen och säljaren. (Substitution).

Svapp

Ett finansiellt avtal mellan två parter om att byta betalningsflöden med varandra under en viss tid. Exempelvis ett byte av rörlig ränta mot fast ränta eller ränta i viss valuta mot ränta i en annan valuta. Kan också innebära ett köp av valuta avista med samtidig försäljning av samma valuta på termin eller omvänt. (Swap).

Systemrisk

Risken att en aktörs oförmåga att vid rätt tidpunkt fullfölja sina åtaganden får till följd att andra aktörer inte heller kan fullfölja sina åtaganden, även kallat dominoeffekt. En systemrisk kan avse såväl risken för att ett visst system kollapsar som en sådan risk som kan hota det finansiella systemets stabilitet. (Systemic risk).

Utgivare

Se emittent.

Utjämning

Se nettning och clearing.

Villkorad överföring

Se återkallelig överföring.

Volatilitet

Ett mått på hur priset på en tillgång varierar. (Volatility).

Värdepapper

Se fondpapper.

Värdepappercentral/förvarare/registrerare

Se central värdepappersförvarare. (Securities depository, securities centre).

Värdepappersfond

Fond som förvaltar aktier eller andra fondpapper och som administreras av särskilt fonddbolag enligt lagen om värdepappersfonder. (Mutual fund).

Återförsäljare

Se under primary dealers.

Återkallelig överföring

Under avvecklingskedet kan överföringarna av likvider och instrument ha varierande status. Överföringarna kan exempelvis under viss tid, t.ex. under avvecklingsdagen fram till ett klockslag, vara återkalleliga. Detta innebär att överföringen kan gå åter om förutsättningarna för en slutlig avveckling saknas, t.ex. köparen inte har betalningsförmåga. En återkallelig överföring benämns även villkorad eller provisorisk. (Provisional transfer).

Bilaga 5

Referenser

1 Böcker, utredningar

- Aspling L, Den svenska värdepappersmarknaden
Carlquist P, Hallvarsson M och Meyerson P, Världsbörsguiden
Deullar R och Nordström U, ECE 188 A-NLM 80
Hellner J, Speciell avtalsrätt II
Håstad T, Den nya köprätten (3 uppl 1993)
Håstad T, Sakrätt (4 uppl 1990)
Lybeck J och Engström P, Europeisk kapitalmarknad
Lybeck J och Hagerud G, Penningmarknadens instrument (2 uppl 1991)
Möller M, Konkurs och kontrakt
Pettersson P, Aktier utan aktiebrev kommentar till aktiekontolagen
Rodhe K, Handbok i Sakrätt
Rodhe K, Studier i bolags- och krediträtt
SOU 1969:16 Lagstiftning om Värdepappersfonder m.m. och om Stämpelskatt på värdepapper
SOU 1988:13 Handel med optioner och terminer
SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden
Wallin G, Gregow T och Löfmarck P, Utsökningsbalken och promulationslag m.m. (2 uppl 1987)
Velamsson L, Konkurs (8 uppl 1988)
Viotti S och Wissén P, Penningmarknaden

2 Propositioner

- Kungl. Maj:ts proposition 1970:99 om förenklad aktiehantering
Kungl. Maj:ts proposition 1974:128 Aktiefondslag m.m.
Regeringens proposition 1984/85:157 med förslag till lag om värdepappersmarknaden;
Regeringens proposition 1987/88:108 om ett kontobaserat system för registrering av aktier m.m. (princippropositionen)
Regeringens proposition 1988/89:152 om kontobaserat aktiesystem
Regeringens proposition 1989/90:153 om värdepappersfonder
Regeringens proposition 1990/91:106 om kontobaserat penningmarknadssystem.

Regeringens proposition 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.

Regeringens proposition 1991/92:69 om privatisering av statligt ägda företag, m.m.

Regeringens proposition 1991/92:113 om ny börslagstiftning m.m.

Regeringens proposition 1992/93:90 om ändrad lagstiftning för värdepappershandel med anledning av EES-avtalet, m.m.

Regeringens proposition 1992/93:206 om ändringar i lagstiftningen för värdepappersfonder, Allmänna pensionsfonden m.m.

Regeringens proposition 1993/94:50 Fortsatt reformering av företagsbeskattningen

3 Övrigt (studier, rapporter m.m.)

Bäckström H, Betalningssystemen i brytningstid, Penning- & Valutapolitik 1993:1

Börssamarbeidet i Norden - statusrapport hösten 1992, Nordisk Ministerråd, Köpenhamn (Nordiske Seminar- og Arbejdsrapporter 1992:590)

Central Bank Payment and Settlement Services with Respect to Cross-border and Multi-currency Transactions, Basel, september 1993.

Clearance and Settlement Reform the Stock, Options and Futures Markets Are Still at Risk, rapport av General Accounting Office i april 1990 (GAO-rapporten)

Clearance and Settlement in U.S. Securities Markets, studie av tjänstemän hos Board of Governors of the Federal Reserve System i serien Staff study nr 163 (1992).

Cross-Border Clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 Recommendations, studie från juni 1993, Morgan Guaranty Trust Company of New York, Brussels office (Euroclear).

Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems, Banks for International Settlements, Basel, september 1992 (DVP-rapporten).

Derivative Product Activities of Commercial Banks, studie från januari 1993 utförd av Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation och Office of Comptroller of the Currency (Riegle-studien).

DS 1990:26 Lagreglering angående Penningmarknadscentralen

DS 1993:14 Ett papperslöst inteckningssystem

Group of Thirty, Clearance and Settlement in World's Securities Markets (mars 1989), New York & London,

Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems Status Reports: Spring 1990, Washington D.C. & London

Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems Status Reports: Year-End 1990, Washington D.C. & London

Group of Thirty, Clearance and Settlement Systems Status Reports: Autumn 1992, Washington D.C. & London

Group of Thirty, Derivatives: Practises and Principles (juli 1993), Washington D.C.

Improving International Settlement, rapport av en arbetsgrupp tillsatt av FIBV från juni 1989

International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries, mars 1992, sammanställt av CFTC

Model Agreement between Central Securities Depositories, publicerad av EG-kommissionen (DG XV), december 1992.

Payment System in EC Member States, september 1992, rapport upprättad av en arbetsgrupp för Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community

Rapport vedrørende børsamarbejde i Norden, april 1991, Nordisk Ministerråd, København (Nordiske Seminar- og Arbejdsrapporter 1991:537).

Recent Developments in International Interbank Relations, Basel, oktober 1992 (Interbankrapporten).

Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basel, november 1990 (Lamfalussy-rapporten).

Report on Netting Schemes, Basel, februari, 1989 (Angell-rapporten).
Risk Management in Financial Services, 1992, OECD (innehåller bl.a. studien Risks in the Clearing and Settlement of Markets for Financial Futures and Options av Dr. Kessler)

Securities Markets and Systemic Risks in Dynamic Asian Economies, 1992, OECD

Study on Improvements of Cross-border Securities Transactions in the European Economic Community, juli 1988 (Kessler-rapporten)

Systemic Risks in Securities Markets, 1991, OECD.

The London Code of Conduct, Bank of England, maj 1992.

The Nature and Management of Payment System Risks: An International Perspective, BIS Economic Papers nr. 36, februari 1993

The Netting Provision of the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, Futures International Law Letter, maj 1992, av Ernst T. Patrikis och Karen Walraven.

Towards a Single European Securities Trading Market, London, 1993 publicerad av International Securities Market Association.

Statens offentliga utredningar 1993

Kronologisk förteckning

1. Styrnings- och samarbetsformer i biståndet. UD
2. Kursplaner för grundskolan. U.
3. Ersättning för kvalitet och effektivitet.
– Utformning av ett nytt resurstilldelningssystem för grundläggande högskoleutbildning. U.
4. Statligt stöd till rehabilitering av tortyrskadade flyktingar m. fl. S.
5. Bensodiazepiner – beroendeframkallande psykofarmaka. S.
6. Livsmedelshygien och småskalig livsmedelsproduktion. Jo.
7. Löneskillnader och lönediskriminering.
Om kvinnor och män på arbetsmarknaden. Ku.
8. Löneskillnader och lönediskriminering. Om kvinnor och män på arbetsmarknaden. Bilagedel. Ku.
9. Postlag. K.
10. En ny datalag. Ju.
11. Socialförsäkringsregister. S.
12. Vårdhögskolor
– kvalitet – utveckling – huvudmannaskap. U.
13. Ökad konkurrens på järnvägen. K.
14. EG och våra grundlagar. Ju.
15. Svenska regler för internationell omfördelning av olja vid en oljekris. N.
16. Nya villkor för ekonomi och politik – ekonomikommissionens förslag. Fi.
16. Nya villkor för ekonomi och politik – ekonomikommissionens förslag. Bilagor. Fi.
17. Ägandet av radio och television i allmänhetens tjänst. Ku.
18. Acceptans Tolerans Delaktighet. M.
19. Kommunerna och miljöarbetet. M.
20. Riksbanken och prisstabiliteten. Fi.
21. Ökat personval. Ju.
22. Vad är ett statsråds arbete värt? Fi.
23. Kunskapens krona. U.
24. Utlämningslagen – en partiell översyn. Ku.
25. Sociala åtgärder för jordbrukare. Jo.
26. Handläggningen av vissa säkerhetsfrågor. Ju.
27. Miljöbalk. Del 1 och 2. M.
28. Bankstödsnämnden. Fi.
29. Fortsatt reformering av företagsbeskattningen. Del 2. Fi.
30. Rätten till bistånd inom socialtjänsten. S.
31. Kommunernas roll på alkoholområdet och inom missbrukarvården. S.
32. Ny anställningsskyddslag. A.
33. Åtgärder för att förbereda Sveriges jordbruk och livsmedelsindustri för EG. Jo.
34. Förapprövare. K.
35. Reaktion mot ungdomsbrott. Del A och B. Ju.
36. Lag om totalförsvarsplikt. Fö.
37. Justitiekanslern. En översyn av JK:s arbetsuppgifter m.m. Ju.
38. Hälso- och sjukvården i framtiden – tre modeller. S.
39. En gräns för filmcensuren. Ku.
40. Fri- och rättighetsfrågor. Del A och B. Ju.
41. Folk- och bostadsräkning år 1990 och i framtiden. Fi.
42. Försvarets högskolor. Fö.
43. Politik mot arbetslöshet. A.
44. Översyn av tjänsteinkomstbeskattningen. Fi.
45. Trosa bryter sig loss. Bytänkande eller demokratis räddning. C.
46. Vissa kyrkofrågor. C.
47. Konsekvenser av valmöjligheter inom skola, barnomsorg, äldreomsorg och primärvård. C.
48. Kommunala verksamheter i egen förvaltning och i kommunala aktiebolag. En jämförande studie. C.
49. Ett år med betalningsansvar. S.
50. Serveringsbestämmelser. S.
51. Naturupplevelser utan buller – en kvalitet att värna. M.
52. Ersättning vid arbetslöshet. A.
53. Kostnadsutjämning mellan kommuner. Fi.
54. Utvisning på grund av brott. Ku.
55. Det allmännas skadeståndsansvar. Ju.
56. Kontrollen över export av strategiskt känsliga varor. UD.
57. Beskattningslag om fastigheter, del I
– Schablonintäkt eller fastighetsskatt? Fi.
58. Effektivare ledning i statliga myndigheter. Fi.
59. Ny marknadsföringslag. C.
60. Polisens rättsliga befogenheter. Ju.
61. Överföring av HIV-smitta genom läkemedlet Preconativ. S.
62. Rättssäkerheten vid beskattningen. Fi.
63. Person och parti – Studier i anslutning till Personvalskommitténs betänkande Ökat personval (SOU 1993:21). Ju.
64. Frågor för folkbildningen. U.
65. Handlingsplan mot buller.
Handlingsplan mot buller. Bilagedel. M.
66. Lag om införande av miljöbalken. M.
67. Slutförvaring av använt kärnbränsle – KASAMs yttrande över SKBs FUD-program 92. M.
68. Elkonkurrens med nätmonopol. N.
69. Revisorerna och EG. N.
70. Strategi för småföretagsutveckling. N.
71. Organisationernas bidrag. C.

KUNGL. BIBL.

1994-03-21

STOCKHOLM

Statens offentliga utredningar 1993

Kronologisk förteckning

72. Att inhämta synpunkter från medborgarna – Det kommunala omröstningsinstitutet i tillämpning. C.
 73. Radikala organisationsförändringar i kommuner och landsting. C.
 74. Kvalitetsmätning i kommunal verksamhet. C.
 75. Vissa mervärdesskattefrågor II, – offentlig verksamhet m.m. Fi.
 76. Verkställighet av fängelsestraff. Ju.
 77. Kommunal tjänsteexport och internationellt bistånd. C.
 78. Miljöskadeförsäkringen i framtiden. M.
 79. Handel och miljö – mot en hållbar spelplan. M.
 80. Statsförvaltningen och EG. Ju.
 81. Översyn av arbetsmiljölagen. A.
 82. Frivilligt socialt arbete. Kartläggning och kunskapsöversikt. S.
 83. Statistik och integritet, del 1 – Skydd för uppgifter till den statliga statistiken m.m. Fi.
 84. Innovationer för Sverige. N.
 85. Ursprung och utbildning – social snedrekrytering till högre studier. U.
 86. Amningsvänliga sjukhus – för att skydda, stödja och främja amning. S.
 87. Beredskapslagring av olja. N.
 88. Produktsäkerhetslagen och EG. C.
 89. Massflykt till Sverige av asyl- och hjälpsökande. Fö.
 90. Lokal demokrati i utveckling. C.
 91. Socialtjänstens roll i samhällsplanering och samhällsarbete. – En kunskapsöversikt och ett diskussionsunderlag. S.
 92. Den centrala polisorganisationen. Ju.
 93. Vårdens svåra val. S.
 94. Anpassad kontroll av byggandet. M.
 95. Ansvars- och uppgiftsfördelning inom det civila försvaret. Fö.
 96. Förändringar i lönegarantisystemet. A.
 97. Västsverige och Skåne – regioner i förändring. C.
 98. Partnerskap. Ju.
 99. Kart- och fastighetsverksamhet i myndighet och bolag. M.
 100. Free and Fair elections – and beyond. UD.
 101. Lag om totalförsvarspflicht. Följdförändringarna. Fö.
 102. Kvalitet och dynamik. Förslag från Resursberedningen rörande statsmakternas resurstilldelning till grundläggande högskoleutbildning samt forskning och forskarutbildning. U.
 103. Svenskt fiske. Jo.
 104. Stabilisering av bostadskreditmarknaden. Fi.
 105. Monopolkontroll på en avreglerad elmarknad. N.
 106. Läkemedel och kompetens. S.
 107. Statistik över finansiella marknader. Fi.
 108. Försäkringsrörelse i förändring 2. Fi.
 109. Förtroendevaldas ansvar vid domstolstrots och lagtrots. C.
 110. Integritet och effektivitet på kreditupplysningsområdet. Ju.
 111. Borta bra men hemma bäst? Fakta om äldre i Europa. S.
 112. Kommunal näringspolitik i Danmark. C.
 113. Invandring och asyl i teori och praktik. En jämförelse mellan tolv länders politik. Ku.
 114. Konto, clearing och avveckling. Fi.
-

Statens offentliga utredningar 1993

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

En ny datalag. [10]
EG och våra grundlagar. [14]
Ökat personval. [21]
Handläggningen av vissa säkerhetsfrågor. [26]
Reaktion mot ungdomsbrott. Del A och B. [35]
Justitiekanslern. En översyn av JK:s arbetsuppgifter m.m. [37]
Fri- och rättighetsfrågor. Del A och B. [40]
Det allmännas skadeståndsansvar. [55]
Polisens rättsliga befogenheter. [60]
Person och parti – Studier i anslutning till Personvalskommitténs betänkande
Ökat personval (SOU 1993:21). [63]
Verkställighet av fängelsestraff. [76]
Statsförvaltningen och EG. [80]
Den centrala polisorganisationen. [92]
Partnerskap. [98]
Integritet och effektivitet på kreditupplysningsområdet. [110]

Utrikesdepartementet

Styrnings- och samarbetsformer i biståndet. [1]
Kontrollen över export av strategiskt känsliga varor. [56]
Free and Fair elections – and beyond. [100]

Försvarsdepartementet

Lag om totalförsvarsplikt. [36]
Försvarets högskolor. [42]
Massflykt till Sverige av asyl- och hjälpsökande. [89]
Ansvars- och uppgiftsfördelning inom det civila försvaret. [95]
Lag om totalförsvarsplikt. Följdändringarna. [101]

Socialdepartementet

Statligt stöd till rehabilitering av tortyrskadade flyktingar m. fl. [4]
Bensodiazepiner – beroendeframkallande psykofarmaka. [5]
Socialförsäkringsregister. [11]
Rätten till bistånd inom socialtjänsten. [30]
Kommunernas roll på alkoholområdet och inom missbrukarvården. [31]
Hälsö- och sjukvården i framtiden – tre modeller. [38]
Ett år med betalningsansvar. [49]
Serveringsbestämmelser. [50]
Överföring av HIV-smitta genom läkemedlet Preconativ. [61]
Frivilligt socialt arbete. Kartläggning och kunskapsöversikt. [82]

Amningsvänliga sjukhus – för att skydda, stödja och främja amning. [86]
Socialtjänstens roll i samhällsplanering och samhällsarbete. – En kunskapsöversikt och ett diskussionsunderlag. [91]
Vårdens svåra val. [93]
Läkemedel och kompetens. [106]
Borta bra men hemma bäst? Fakta om äldre i Europa. [111]

Kommunikationsdepartementet

Postlag. [9]
Ökad konkurrens på järnvägen. [13]
Förarprovare. [34]

Finansdepartementet

Nya villkor för ekonomi och politik – ekonomiskommisionens förslag. [16]
Nya villkor för ekonomi och politik – ekonomiskommisionens förslag. Bilagor. [16]
Riksbanken och prisstabiliteten. [20]
Vad är ett statsråds arbete värt? [22]
Bankstödsnämnden. [28]
Fortsatt reformering av företagsbeskattningen. Del 2. [29]
Folk- och bostadsräkning år 1990 och i framtiden. [41]
Översyn av tjänsteinkomstbeskattningen. [44]
Kostnadsutjämning mellan kommuner. [53]
Beskattning av fastigheter, del I
– Schablonintäkt eller fastighetsskatt? [57]
Effektivare ledning i statliga myndigheter. [58]
Rättssäkerheten vid beskattningen. [62]
Vissa mervärdeskattefrågor II, – offentlig verksamhet m.m. [75]
Statistik och integritet, del 1 – Skydd för uppgifter till den statliga statistiken m.m. [83]
Stabilisering av bostadskreditmarknaden. [104]
Statistik över finansiella marknader. [107]
Försäkringsrörelse i förändring 2. [108]
Konto, clearing och avveckling. [114]

Utbildningsdepartementet

Kursplaner för grundskolan. [2]
Ersättning för kvalitet och effektivitet.
– Utformning av ett nytt resurstilldelningssystem för grundläggande högskoleutbildning. [3]
Vårdhögskolor
– kvalitet – utveckling – huvudmannaskap. [12]
Kunskapens krona. [23]

Statens offentliga utredningar 1993

Systematisk förteckning

Frågor för folkbildningen. [64]

Ursprung och utbildning – social snedrekrytering till högre studier. [85]

Kvalitet och dynamik. Förslag från Resursberedningen rörande statsmakernas resurstilldelning till grundläggande högskoleutbildning samt forskning och forskarutbildning. [102]

Jordbruksdepartementet

Livsmedelshygien och småskalig livsmedelsproduktion. [6]

Sociala åtgärder för jordbrukare. [25]

Åtgärder för att förbereda Sveriges jordbruk och livsmedelsindustri för EG. [33]

Svenskt fiske. [103]

Arbetsmarknadsdepartementet

Ny anställningsskyddslag. [32]

Politik mot arbetslöshet. [43]

Ersättning vid arbetslöshet. [53]

Översyn av arbetsmiljölagen. [81]

Förändringar i lönegarantisystemet. [96]

Kulturdepartementet

Löneskillnader och lönediskriminering.

Om kvinnor och män på arbetsmarknaden. [7]

Löneskillnader och lönediskriminering. Om kvinnor och män på arbetsmarknaden. Bilagedel. [8]

Ägandet av radio och television i allmänhetens tjänst. [17]

Utlänningslagen – en partiell översyn. [24]

En gräns för filmcensuren. [39]

Utvisning på grund av brott. [54]

Invandring och asyl i teori och praktik. En jämförelse mellan tolv länders politik. [113]

Näringsdepartementet

Svenska regler för internationell omfördelning av olja vid en oljekris. [15]

Elkonkurrens med nätmonopol. [68]

Revisorerna och EG. [69]

Strategi för småföretagsutveckling. [70]

Innovationer för Sverige. [84]

Beredskapslagring av olja. [87]

Monopolkontroll på en avreglerad elmarknad. [105]

Civildepartementet

Trosa bryter sig loss. Bytänkande eller demokratis räddning. [45]

Vissa kyrkofrågor. [46]

Konsekvenser av valmöjligheter inom skola, barnomsorg, äldreomsorg och primärvård. [47]

Kommunala verksamheter i egen förvaltning och i kommunala aktiebolag. En jämförande studie. [48]

Ny marknadsföringslag. [59]

Organisationernas bidrag. [71]

Att inhämta synpunkter från medborgarna – Det kommunala omröstningsinstitutet i tillämpning. [72]

Radikala organisationsförändringar i kommuner och landsting. [73]

Kvalitetsmätning i kommunal verksamhet. [74]

Kommunal tjänsteexport och internationellt bistånd. [77]

Produktsäkerhetslagen och EG. [88]

Lokal demokrati i utveckling. [90]

Västsvenska och Skåne – regioner i förändring. [97]

Förtroendevaldas ansvar vid domstolstrots och lagtrots. [109]

Kommunal näringspolitik i Danmark. [112]

Miljö- och naturresursdepartementet

Acceptans Tolerans Delaktighet. [18]

Kommunerna och miljöarbetet. [19]

Miljöbalk. Del 1 och 2. [27]

Naturupplevelser utan buller – en kvalitet att värna. [51]

Handlingsplan mot buller.

Handlingsplan mot buller. Bilagedel. [65]

Lag om införande av miljöbalken. [66]

Slutförvaring av använt kärnbränsle – KASAMs

yttrande över SKBs FUD-program 92. [67]

Miljöskadeförsäkringen i framtiden. [78]

Handel och miljö – mot en hållbar spelplan. [79]

Anpassad kontroll av byggandet. [94]

Kart- och fastighetsverksamhet i myndighet och bolag. [99]

