

Netting i insolvensretligt perspektiv

Af CHRISTIAN DAHL HESTHAVEN

I afhandlingen gennemgås baggrunden for, udviklingen i og formålet med reglerne om multilateral og bilateral netting i værdipapirhandelslovens kap. 18. Endvidere gennemgås reglernes anvendelsesområde og betingelserne for deres anvendelse. Det overordnede formål med afhandlingen er at konstatere, hvor reglerne om netting fraviger almindelige insolvensretlige regler og principper i dansk ret, med henblik på at analysere, hvilke konsekvenser dette har. Det fastslås som utvivlsomt, at nettingreglerne sætter de almindelige insolvensretlige regler og principper om modregning i konkurs samt om boets diskretionære ret til indtræden i skyldnerens gensidigt bebyrdende aftaler ud af kraft, ligesom en bestemmelse vedrørende multilateral nettingarrangementer medfører, at konkurslovens omstødsbestemmelser i disse tilfælde ikke kan anvendes til at omstøde visse sikkerhedsstillelser over for den centrale part. Det konkluderes, at nettingreglerne overordnet set har deres berettigelse på markedet for handel med finansielle instrumenter, omend lovgivers overvejelser om afvigelser fra den almindelige insolvensret ikke altid fremgår klart af forarbejderne. Endvidere behandles nogle centrale spørgsmål om de tidsmæssige betingelser til fordringer omfattet af netting set i forhold til konkursens indtræden. Det påpeges, at nettingreglerne noget uhenigtsmæssigt ikke gør op med forholdet til konkurslovens § 42. Endeligt argumenteres der for muligheden for i visse tilfælde at omstøde den underliggende transaktion uden for nettingarrangementet.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	s. 2
2. Afgrænsning og baggrund for nugældende regler	s. 3
2.1. Grundlæggende definitioner og begreber	s. 3
2.1.1. Indledning	s. 3
2.1.2. De lovfæstede definitioner	s. 3
2.1.3. Forskellige former for netting (ifølge aftalen).....	s. 4
2.1.4. Parallel til konneks modregning	s. 5
2.2. Baggrund, udvikling og formål	s. 6
2.2.1. Risici og juridiske problemer	s. 6
2.2.2. Udviklingen i de danske nettingregler	s. 7
2.2.2.1. Historie, baggrund og Børsreform II	s. 7
2.2.2.2. Lovændringen i 1998 om ikke-omstødelse og justeringen af reglerne i 2000	s. 10
2.2.2.3. Lovændringen i 2000 - Finalitydirektivet	s. 14

3. Anvendelsesområde og anvendelsesbetingelser samt særlige insolvensretlige konsekvenser	s. 16
3.1. Kort om værdipapirhandelslovens generelle anvendelsesområde	s. 16
3.2. Særligt om nettingreglernes anvendelse og insolvensretlige konsekvenser	s. 17
3.2.1. Multilateral netting	s. 17
3.2.2. Særligt om ikke-omstødelsesreglen i § 57 b.....	s. 25
3.2.3. Bilateral netting	s. 31
3.3. Praktisk fremgangsmåde, tidsmæssige betingelser og insolvensretlige konsekvenser heraf	s. 36
4. Konklusion	s. 43
Litteraturfortegnelse	s. 44

1. Indledning

Reglerne om betalingssystemer, netting m.v., som findes i værdipapirhandelslovens¹ (vphl.) kap. 18 (§§ 57-57 e og 58), er et relativt nyt fænomen i dansk ret, som samtidigt kun i begrænset omfang er omtalt i dansk retslitteratur, og som ikke ses at være gjort til genstand for en samlet og mere omfattende fremstilling, ligesom der ej heller ses at være taget stilling til spørgsmål herom i retspraksis. Dette har været de væsentligste motivationsfaktorer bag dette speciale, som har til formål at foretage en grundig analyse af nettingreglerne, således at hovedsigtet er at vurdere dem i lyset af almindelige insolvensretlige regler og principper, idet der tages udgangspunkt i en forhåndsformodning om, at disse i høj grad fraviges ved vphl. kap. 18. Dette gælder i særdeleshed konkurslovens² (KL) § 55, stk. 1, om boets ret til indtræden i gensidigt bebyrdende aftaler, § 42 om modregning og § 70 om omstødelse af pant og anden sikkerhed for gammel gæld.

Af hensyn til reglerne om specialets maksimale omfang og til valget af den særlige insolvensretlige vinkel på dette speciale vil ikke alle reglerne i vphl. kap. 18 blive underkastet samme intense behandling. Således vil der kun i begrænset omfang blive fokuseret på de administrative og børstekniske bestemmelser, ligesom § 57 b, stk. 5, og § 57 e, der tager stilling til nogle interessante spørgsmål om løsning af lovvalgskonflikter, ej heller her vil blive underkastet en indgående behandling.

Endeligt vil også det nye EU-relige initiativ i form af collateral-direktivet,³ som kan forventes at få betydning for de nugældende danske regler om netting i bilaterale relationer, kort blive omtalt, idet dette i endnu højere grad gør emnet for dette speciale relevant og aktuelt.

¹ Jf. lovbekg. nr. 168 af 14. marts 2001 om værdipapirhandel m.v.

² Jf. lovbekg. nr. 118 af 4. februar 1997 med senere ændringer.

³ Jf. forslag til Europaparlamentets og Rådets direktiv om finansiel sikkerhedsstillelse, KOM (2001) 168.

Der må dog tages det forbehold, at direktivforslaget i skrivende stund ikke foreligger i sin endelige skikkelse.

2. Afgrænsning og baggrund for nugældende regler

2.1. Grundlæggende definitioner og begreber

2.1.1. Indledning

Nettingarrangementer i forbindelse med værdipapirtransaktioner m.v. forudsætter, at der er indgået en aftale herom mellem de involverede parter, jf. vphl. § 57, stk. 1 og stk. 3-5 samt § 58. Netting kan, som det er omtalt i pkt. 2.1.3, konstrueres i flere forskellige former, men fælles for dem alle er grundlæggende, at et samlet antal leverings- og betalingsforpligtelser mellem to eller flere parter udlignes (nettes), således at der kun er *én nettoforpligtelse* tilbage mellem dem,⁴ hvilket skal respekteres selv i tilfælde af en parts konkurs. Om end formuleringerne er lidt forskellige i den sparsomme danske retslitteratur, der beskæftiger sig med netting, er der almindelig enighed om den her nævnte afgrænsning af det overordnede nettingbegreb.⁵

2.1.2. De lovfæstede definitioner

Til trods for den almindelige teoretiske enighed om forståelsen af nettingbegrebet, blev der alligevel ved lov nr. 283 af 26. april 2000 indsat en definition heraf i *vphl* § 50, stk. 3-4, i forbindelse med at man rettede den hidtil gældende § 50's definition af clearing (opgørelse) og afvikling (udveksling)⁶ ind efter de almindeligt anerkendte internationale definitioner heraf, således at disse begreber modsat tidligere ikke blot omfatter værdipapirer men også betalinger.⁷

Baggrunden for lovændringen i 2000 var vedtagelsen af finalitydirektivet i EU-regi.⁸ Det fremgår af bemærkningerne til lovforslagets § 50, stk. 3, at det ved denne bestemmelse præciseres, at netting efter § 57, stk. 1, tager sigte på den *multilaterale netting*, der finder sted i betalings- og værdipapirafviklingssystemer, og som sker på grundlag af de overførselsordrer, som deltagerne sender til systemet. Dette er identisk med finalitydirektivets definition af netting i art. 2 k.⁹ Det multilaterale aspekt ligger altså i, at efter § 57, stk. 1, omregnes

⁴ Jf. Bet. 1995.1290 bind II, s. 206 (betænkningen dannede grundlag for Børsreform II, herunder vedtagelse af værdipapirhandelsloven med de første nettingbestemmelser i § 57 og § 58 jf. lov nr. 1072 af 20. december 1995).

⁵ Jf. *Werlauff* s. 132, *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* s. 119, *Schaumburg-Müller og Bruun Hansen* s. 88.

⁶ For en nærmere afgrænsning og definition af almindelige børstekniske begreber - ud over netting - af relevans for dette speciale (herunder clearingvirksomhed, clearingdeltager, clearing og afvikling) henvises der til den børsretlige speciallitteratur, især de indledende kapitler hos *Werlauff*, hos *Schaumburg-Müller* samt hos *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen*.

⁷ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3258.

⁸ Jf. Europaparlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer. Direktivet behandles yderligere under pkt. 2.2.2.3.

⁹ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3258.

(nettes) samtlige en parts fordringer og forpligtelser, der er anmeldt til en clearingcentral (herefter også benævnt central) eller et betalingssystem (herefter også benævnt system) til en - pga. den indgåede nettingaftale - juridisk bindende nettofordring eller nettoforpligtelse, selvom der er tale om fordringer og forpligtelser, som relaterer sig til flere forskellige handler og flere forskellige modparter. Med definitionen af netting i § 50, stk. 4, præciseres det ifølge bemærkningerne, at netting efter § 58 tager sigte på den bilaterale netting, der finder sted mellem to parter på grundlag af parternes aftale herom.¹⁰ Der sker med andre ord en udligning af alene to parters leveringsforpligtelser og/eller betalingsforpligtelser over for hinanden, således at kun den ene part får et samlet tilgodehavende på modparten. Reguleringen af bilateral netting i vphl. § 58 er ikke - ej heller efter seneste lovændring i 2000 - direktivstyret, men blot af redaktionelle årsager rettet til, så den svarer til formuleringen i § 57.

Som det fremgår er der ved den lovfæstede definition af netting i § 50, stk. 3-4, alene foretaget en præcisering af, hvad der har været den hidtil gældende opfattelse af indholdet af vphl. §§ 57-58. Også sondringen mellem multilateral og bilateral netting var indført i dansk ret før 2000, idet sondringen - uden en nærmere definition har været nødvendig - har været anvendt, som den nu er defineret i § 50, lige siden vedtagelsen af den oprindelige vphl. i 1995 i forbindelse med Børsreform II¹¹ (også i retslitteratur fra før 2000),¹² og den ved lovændringen i 2000 indsatte udtrykkelige definition har således formentlig alene til formål at præcisere, at det i Danmark anvendte multilaterale nettingbegreb svarer til det EU-retlige nettingbegreb, ligesom lovfæstningen af begrebet sikrer, at forståelsen heraf ikke med tiden i dansk teori og/eller praksis forskyder sig i forhold til den EU-retlige opfattelse.

2.1.3 Forskellige former for netting (ifølge aftalen)

Som nævnt kan nettingarrangementer ved aftalen konstrueres i flere forskellige former, hvilket man også gør opmærksom på i betænkningen bag *Børsreform II* og dermed de første nettingbestemmelser i dansk ret. Her fremhæver man således en række mulige netting-

¹⁰ I det omfang der i en aftale, som er omfattet af § 57, konkret kun deltager to parter, betegner *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* på s. 120 også dette som bilateral netting, selvom § 57 finder anvendelse.

¹¹ Jf. lov nr. 1072 af 20. december 1995, hvor denne sondring tydeligvis indføres ved bestemmelserne i § 57, stk. 1, og § 58, der havde en ordlyd, som ligger tæt på disse bestemmelsers nuværende ordlyd, og hvor § 57, stk. 1, beskæftiger sig med netting af fordringer mellem to eller flere parter, mens § 58 alene omhandler netting mellem to parter. Sondringerne er tillige udtrykkeligt fremhævet i forarbejderne til loven, der fremhæver, at § 57 omhandler netting i betalingssystemer og i clearingcentraler, mens den mellem to parter aftalte bilaterale netting reguleres i § 58, jf. FT 1995-96 A, s. 2012.

¹² Jf. f.eks. *P. F. Hansen og A. K. Schön* i *Finansfokus* 1995.18 ff., *Werlauff II*, s. 123 f (henviser til den netop nævnte artikel) og *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen II*, s. 91 (de sidstnævnte forfattere anvender dog begrebet bilateral netting lidt anderledes end de øvrige forfattere, og denne definition er fastholdt i deres nye udgave, jf. note 10).

konstruktioner, som er baseret på internationale rapporter, og som i øvrigt ved nettingaftalen kan kombineres efter ønske og behov.¹³

Udover den grundlæggende sondring mellem multilateral og bilateral netting, som er berørt ovenfor, nævner betænkningen *multilateral netting med en central modpart*, hvor multilateral netting mellem flere parter erstattes med en form for bilateral netting, så kravene fra eller på én deltager er hhv. på eller fra en central modpart og ikke de andre deltagere (det fremhæves, at dette reelt vil kunne betragtes som ren bilateral netting mellem den centrale modpart og den enkelte deltager). Herudover fremhæver betænkningen "*netting by novation*", som indebærer, at hver gang der indgås en ny forpligtelse, opstår der en ny nettofordring, som følge af at forpligtelsen er blevet nettet med den tidligere nettofordring (en sådan nettingaftale vil altså straks og uden videre lade hver eneste transaktion mellem parterne indgå i nettingen). Endelig fremhæver betænkningen "*netting by close out*", i hvilket tilfælde det vil være aftalt mellem parterne, at indgåede - men endnu ikke cleared og afviklede - forpligtelser vil skulle cleares og afvikles i tilfælde af en parts insolvens (dette betegnes også som *slutafregning*).¹⁴

2.1.4. Parallel til konneks modregning

Ved enhver aftale om netting i en eller anden afskygning er der tale om en særlig form for aftalt modregning, hvor to eller flere parters indbyrdes krav i forbindelse med handel med værdipapirer og valuta afregnes mod hinanden i en nettoopgørelse, fremfor at hvert enkelt retsforhold afregnes for sig.¹⁵ Det er endvidere kendetegnende, at dette pga. reglerne i vphl. §§ 57-58 skal opretholdes og respekteres af boet selv i tilfælde af en parts konkurs.

Der kan drages *visse paralleller til modregning med konneks fordringer* i almindelighed, derved at flere fordringer umiddelbart eller når de aftalte betingelser (en parts insolvens) indtræder elimineres helt eller delvist, ved at der sker omregning til én nettofordring, uden at yderligere retsskridt - f.eks. i form af en modregningserklæring - er nødvendige.¹⁶ Ved konneks modregning er der dog naturligvis tale om et væsentligt mindre vidtgående skridt, selvom også et konkursbo, der efter KL § 55, stk. 1 er indtrådt i en af fallentens aftaler, formentlig som udgangspunkt må acceptere dette.¹⁷ Det skyldes, at konneks modregning *alene foregår mellem to parter*, hvilket ikke nødvendigvis er tilfældet med multilateral netting, som netop fraviger den almindelige gensidighedsbetingelse ved at tillade, at "grupper" af fordringer mellem flere parter modregnes (nettes), således at alene en skyldners nettoforpligtelse/nettofordring i forhold til den samlede gruppe påvirker eller indgår i hans konkursbo, og at konneks modregning alene sker

¹³ Jf. bet. 1995.1290, bind II, s. 207, note 29. Børsreform II er omtalt yderligere i pkt. 2.2.2.1.

¹⁴ Jf. f.eks. *M. Seiffert* s. 133 i Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998. Jf. også nærmere om slutaftregning hos samme forfatter i R&R 1997.27 ff. (især s. 32 f.).

¹⁵ Jf. *P. F. Hansen og A. K. Schön* i Finansfokus 1995, s. 18.

¹⁶ De almindelige betingelser for konneks modregning er behandlet af *Gomard* s. 183 f. og 205 ff.

¹⁷ Jf. *Munch* s. 336.

med *fordringer, der udspringer af samme retsforhold*, hvilket hverken er en betingelse ved multilateral eller bilateral netting. Endvidere kan netting ske uafhængigt af *fordringernes beskaffenhed*, idet f.eks. værdipapirer og betaling samt fordringer i forskellige valutaer kan nettes.¹⁸ Til gengæld har netting i alle tilfælde hjemmel i den mellem parterne på forhånd indgåede *aftale*, som indeholder vilkårene for nettin- gens konkrete gennemførelse, mens konneks modregning naturligvis ikke kræver forudgående aftale herom.

2.2. Baggrund, udvikling og formål

2.2.1. Risici og juridiske problemer

Op gennem de seneste årtier er omfanget af clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner mv. steget betragteligt, og i samme periode er der i høj grad sket en internationalisering af dette marked, ikke mindst inden for det der i dag udgør Den Europæiske Union. I takt hermed og som en ganske naturlig følge heraf er der samtidigt - såvel nationalt som internationalt - sket en øget fokusering på de risici, denne clearing og afvikling indebærer og på årsagerne hertil.¹⁹ Her bør i særdeleshed fremhæves *kreditrisikoen og likviditetsrisikoen*, dvs. henholdsvis risikoen for at en deltager i et system eller en central ikke fuldt ud kan leve op til sine forpligtelser som følge af konkurs eller anden insolvens, og risikoen for at en deltager ikke kan leve op til sin forpligtelse på det forventede tidspunkt (men måske nok senere) pga. manglende likviditet.

Disse risici kan naturligvis affødes eller forstærkes af *operationelle og tekniske risici* (risici for operationelle fejl, tekniske nedbrud mv.), som reglerne om netting ikke i første række tager sigte på at imødegå. Derudover kan kredit- og likviditetsrisikoen affødes eller forstærkes af risikoen ved et utilstrækkeligt juridisk grundlag for aktiviteterne i systemet eller centralen, dvs. den *juridiske risiko*, eller risikoen ved at problemer med at leve op til sine forpligtelser hos én deltager spredt sig til andre deltagere i systemet eller centralen (eller måske endda andre steder i økonomien), dvs. den *systemiske risiko*. Denne systemiske risiko (også betegnet som risikoen for "dominoeffekten") kan være årsag til, at kredit- og likviditetsproblemer meget hurtigt spredes blandt deltagerne, ikke mindst hvor der omsættes for store summer.

Det er disse risici, man i de seneste år både nationalt og internationalt har forsøgt at imødegå via lovgivning bl.a. om netting mv., og hidtil har vi da også - måske netop pga. en fremsynet lovregulering - været forskånet for større internationale økonomiske kriser af disse årsager. Men samtidigt med at man i lovgivningen har skullet imødegå disse risici, har man også været nødt til at skabe regler, der ikke besværliggør eller fordyrer afviklingen i et sådant omfang, at det ikke længere er økonomisk interessant for deltagerne.²⁰

¹⁸ Jf. FT 1995-96 A, s. 2012.

¹⁹ Der er redegjort ganske kort herfor i Bet. 1995.1290, bind II, s. 205 f.

²⁰ De nævnte risici er bl.a. indgående behandlet af T. Thygesen i "Internationale standarder for betalingssystemer" i Danmarks Nationalbanks kvartalsoversigt, 1.

Som nævnt blev der relativt tidligt indledt et internationalt arbejde for at reducere disse risici, ikke mindst i det *forum der udgøres af G 10-landene*, hvoraf de to formentligt mest betydningsfulde rapporter skal nævnes her. Den første af de rapporter, der for alvor behandler disse generelle risici samt mulighederne for og risiciene ved multilateral og bilateral netting, er *Angell-rapporten fra 1989*.²¹ Den rapport, som har fået størst betydning for udformningen af reglerne om netting mv., er imidlertid *Lamfalussy-rapporten fra 1990*,²² der oprindeligt alene sigtede på grænseoverskridende nettoafviklings-systemer, men som har indeholdt principper af stor værdi for udformningen af regler i et langt videre omfang. Rapporten opstiller således følgende *6 minimumstandarder for nettingsystemer* (de såkaldte "*Lamfalussy-standarder*"):

- 1) Nettingsystemer skal have et velfunderet juridisk grundlag.
- 2) Deltagerne i nettingsystemer skal have en klar forståelse af det pågældende systems påvirkning af hver af de finansielle risici, der berøres af nettingprocessen.
- 3) Multilaterale nettingsystemer skal have klart definerede procedurer for styring af kreditrisici og likviditetsrisici (bl.a. specifikationer af de respektive ansvar for administration af systemet og deltagerne). Procedurene skal også sikre, at alle parter har tilskyndelse til og mulighed for hver især at styre og begrænse deres risici, samt sætte grænser for det maksimale niveau, hver deltager kan skabe for sin kreditrisiko.
- 4) Multilaterale nettingsystemer skal som minimum kunne sikre den daglige afvikling uden forsinkelse i tilfælde af, at deltageren med den største negative position ikke er i stand til at afvikle den.
- 5) Multilaterale nettingsystemer skal have objektive og offentliggjorte adgangskriterier, som sikrer en retfærdig og åben adgang.
- 6) Alle nettingsystemer skal sikre den operationelle holdbarhed af de tekniske systemer og tilstedeværelsen af back up-faciliteter, der kan gennemføre det daglige transaktionsbehov.

Det bemærkes, at man med disse standarder i høj grad har fokuseret på den multilaterale netting, idet standard 3-5 alene vedrører denne form for netting. Af pladsmæssige årsager kan baggrunden for de enkelte standarder desværre ikke behandles i dette speciale, og der henvises derfor til Lamfalussy-rapportens s. 17-33. Det er som nævnt "*Lamfalussy-standarderne*", der har dannet grundlag for nettingreglernes vedtagelse både nationalt, i EU-regi og i USA. Udviklingen af de danske nettingregler, herunder samspillet med den internationale udvikling, vil blive yderligere behandlet i pkt. 2.2.2, men i alle tilfælde har "*Lamfalussy-standarderne*" altså spillet en afgørende rolle.

kvartal, 2001. Risiciene er også i et rent bilateralt perspektiv behandlet af *M. Seiffert* i Festskrift til Juridisk Klub 1988-1998, 1. udgave 1998.

²¹ Jf. BIS/G 10 Report on Netting Schemes fra Bank of International Settlement. Omend denne rapport er interessant for forståelsen af de grundlæggende formål med nettingreglerne, kan den af pladsmæssige hensyn ikke behandles på dette sted. I litteraturfortegnelsen er det henvist til, hvor rapporten kan ses på internettet.

²² Jf. Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries. I litteraturfortegnelsen er det henvist til, hvor rapporten kan ses på internettet.

2.2.2. Udviklingen i de danske nettingregler

2.2.2.1. Historie, baggrund og Børsreform II

Værdipapirhandelsloven udgør sammen med Lov om fondsmæglerselskaber den såkaldte *Børsreform II*, som ligger i forlængelse af Børsreform I fra 1986. Børsreform II, der bl.a. havde til formål at gennemføre investeringsservicedirektivet,²³ blev realiseret på baggrund af et omfattende arbejde i et udvalg under Erhvervsministeriet (Børsudvalget). Udvalget havde bl.a. til opgave at fremkomme med forslag til fremtidssikring af børslovgivningen i Danmark og til imødegåelse af de mulige problemer ved den stigende internationalisering samt ved vedtagelsen af investeringsservicedirektivet, hvilket mundede ud *Betænkning 1995.1290*, der dannede grundlag for værdipapirhandelslovens endelige vedtagelse.²⁴

Der var ikke i investeringsservicedirektivet vedtaget regler, der pålagde medlemsstaterne at regulere spørgsmålet om netting mv., men alligevel indeholdt allerede den første danske værdipapirhandelslov regler om multilateral og bilateral netting i hhv. § 57 og § 58, som i vid omfang svarer til de stadig gældende bestemmelser herom. Baggrunden for anbefalingen herom fra Børsudvalgets side var altså ikke vedtagelsen af regler herom i EU-regi, men derimod de nævnte fundamentale "Lamfalussy-standarder", som allerede på daværende tidspunkt havde udviklet sig til almindelige internationale normer.²⁵ Der fokuseres i *betænkningen* meget på de ovenfor nævnte *systemiske og juridiske risici* (som jo har stor betydning for kredit- og likviditetsrisikoen) og på den første "Lamfalussy-standard" om, at netting skal have et velfunderet juridisk grundlag i alle relevante retsområder, som også er juridisk holdbar i tilfælde af en parts konkurs. Dette fremhæves således som de centrale juridiske problemer, som nettingreglerne kan imødegå, idet andre relevante juridiske problemer (om aftalens klarhed og gyldighed) kan løses parterne imellem.²⁶ I forlængelse heraf udtrykkes det, man vel med rette kan betegne som en af Børsudvalgets grundlæggende betragtninger bag indførelsen af nettingreglerne, idet det fremhæves, at "*deltagere fra andre lande, der har nettingregler, vil nære en vis skepsis over for at deltage i en clearingcentral eller et betalingssystem i et land, der ikke har nettingregler, da det vil være vanskeligt at finde ud af den retstilstand, som er gældende for clearingcentralen/betalingsystemet*".²⁸

²³ Jf. Rådets direktiv 93/22 af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer.

²⁴ For en mere grundig gennemgang af den historiske baggrund for Børsreform II henvises der til *Werlauff*, s. 32 ff, samt til diverse artikler skrevet i forbindelse med vedtagelsen af reformen, især af *Chr. Boye Jacobsen* i R&R 1995/10, s. 9 ff., af *Nis Jul Clausen*, samme sted, s. 21 ff. og af *Schaumburg-Müller og Werlauff* i J 1996.176 ff.

²⁵ Der henvises udtrykkeligt hertil i *Bet. 1995.1290*, bind II, s. 208, note 30 samt i forarbejder, jf. FT 1995-96 A, s. 2012.

²⁶ Jf. *Bet. 1995.1290*, bind II, s. 207.

²⁷ Hvilket allerede på daværende tidspunkt allerede omfattede en del vigtige samhandelspartnere, jf. *betænkningens* bind II, s. 212.

²⁸ Jf. *Bet. 1995.1290*, bind II, s. 209.

Også de systemiske risici og risikoen for en "kædereaktion" ("dominoeffektekten") omtales i betænkningen,²⁹ og det fremhæves siden, at i det omfang netting er juridisk holdbart også i tilfælde af konkurs, vil kreditrisiciene for deltagerne i et nettingsystem mindskes, og at et velfungerende kapitalmarked, der er tæt forbundet med fremmede markeder, har behov for velfungerende nettingregler, hvilket hidtil havde været et usikkert område i Danmark.³⁰ I *forarbejderne* beskrives det således, at netting i Danmark på daværende tidspunkt befandt sig i en "grå zone", når en deltager erklæres konkurs, og man angiver - i forlængelse af betænkningen - at formålet med nettingreglerne er at styrke den finansielle infrastruktur ved at mindske risikoen for, at problemer et enkelte sted i systemet spredes hastigt til andre dele (altså at imødegå den tidligere nævnte "dominoeffekt").³¹

Det er således åbenlyst, at Børsudvalget ved at indføre nettingregler, der skal respekteres også i tilfælde af konkurs, har ment at kunne opnå *fordele* på i hvert fald to felter: *For det første* mindskes risikoen for de enkelte deltagere og især risikoen for "dominoeffekten", *For det andet* medvirker reglerne til at gøre det danske kapitalmarked mere konkurrencedygtigt og interessant for udenlandske investorer, ved at der skabes større tillid til dette, bl.a. ved at modpartsrisikoen mindskes, hvilket igen stiller de danske aktører bedre internationalt set.³²

Ulemperne ved at indføre regler om netting gøres der til gengæld ikke så meget ud af i Børsudvalgets betænkning. De åbenlyse ulemper er umiddelbart, at det *fundamentale konkursretlige lighedsprincip* fraviges, bl.a. ved at reglerne om boets ret til indtræden, reglerne om modregning i konkurs og siden hen også reglerne om omstødelse af sikkerhedsstillelse sættes ud af kraft i forhold til disse kreditorer.³³ Det anføres i Børsudvalgets betænkning, at formålet med de enkelte bestemmelser i konkursloven er at hindre, at boet tømmes, hvorved det grundlæggende lighedsprincip netop fraviges, men at det er en helt anden problemkreds, end at sikre, at et nettingsystem er juridisk holdbart også i tilfælde af konkurs. Det anføres desuden, at fornuftige nettingregler ikke er i modstrid med formålet med konkursloven, men snarere er en tilpasning af modregningsbestemmelserne heri til den forløbne udvikling på det finansielle marked, og at bilateral netting næppe medfører andet end en stadfæstelse af gældende ret (dette begrundes ikke nærmere), mens multilateral netting vil indebære en fravigelse af konkurslovens modregningsregler, hvilket dog - efter udvalgets opfattelse og uden yderligere begrundelse - kan retfærdiggøres ved de ovenfor skitserede betydelige fordele herved.³⁴

²⁹ Jf. Bet. 1995.1290, bind II, s. 210.

³⁰ Jf. Bet. 1995.1290, bind II, s. 213.

³¹ Jf. FT 1995-1996, s. 2012.

³² Jf. Bet. 1995.1290, bind II, s. 209 f.

³³ Lighedsprincipet er bl.a. fremhævet på s. 9 i Konkursudvalgets Betænkning I, på s. 89 i Konkursudvalgets Betænkning II, samt omtalt spredt rundt omkring i litteraturen som grundtanken bag at gennemføre en konkurs (fx. hos *Munch*, s. 545 og s. 581, og hos *Ørgaard*, s. 173 og 177).

³⁴ Jf. Bet. 1995.1290, bind II, s. 212.

Der vil i pkt. 3.2. og 3.3 mere indgående blive redegjort for, hvorledes og i hvilket omfang reglerne om netting mv. i dag rent faktisk medfører en fravigelse af det grundlæggende konkursretlige lighedsprincip, men det skal her bemærkes, at det forekommer overraskende, at Børsudvalget ikke finder anledning til at redegøre yderligere for, hvilke hensyn, der kan bære en sådan fravigelse, hvilket traditionelt kun kan accepteres, hvis det er begrundet i tungtvejende hensyn. Udvalget er åbenlyst opmærksom på, at der i et eller andet omfang vil forekomme fravigelser, men man begrunder og afvejer ikke dette tydeligt og indgående i forhold de hensyn, der gør det acceptabelt.

Imidlertid fremhæves problemet i forhold til lighedsprincippet i højere grad i forarbejderne til den oprindelige vphl., der også fremkommer med en (mere udførlig og acceptabel) begrundelse for at fravige det fundamentale konkursretlige princip. Det bemærkes således, at bestemmelserne kan indebære en fravigelse af KL's overordnede princip om lige behandling af konkursboets kreditorer, men det tilføjes samtidigt, at dette ikke i sig selv skal hindre en anerkendelse af nettingaftaler, idet andre og vægtige hensyn gør sig gældende. Der henvises i den forbindelse til en *overordnet samfundsmæssig interesse i, at nettingen fungerer effektivt* og kan gennemføres selv i tilfælde af en parts insolvens.³⁵ Det fremhæves siden i relation til multilateral netting, at lighedsprincippet i tilfælde af insolvens bl.a. kan blive fraveget derved, at den modregning, som sker ved slutafregning, kan bevirke, at fordringer, der ellers ville have været simple fordringer efter KL § 97, i stedet opfyldes fuldt ud.³⁶ Endvidere fremhæves det i forarbejderne, både i relation til multilateral og bilateral netting, at man med de vedtagne regler fjerner enhver tvivl om, hvorvidt boet i tilfældet af en parts konkurs kan udnytte den diskretionære ret i § 55, stk. 1, til frit at sortere og alene at indtræde i de endnu ikke opfyldte kontrakter, som er gevinstgivende, men undlade at indtræde i de tabsgivende kontrakter, således at man alene skulle dække kreditorerne på de sidstnævnte kontrakter som simple kreditorer efter KL § 97 (dette betegnes også som "*cherry picking*"). Dette er således med nettingreglerne utvivlsomt ikke er muligt.³⁷ Som der nærmere er redegjort for nedenfor i pkt. 3.2.1 forekommer dette - især ved multilateral netting - yderst rimeligt og insolvensretligt velbegrundet og dermed også som en acceptabel indskrænkning i forhold til lighedsprincippet, selvom de i pkt. 3.2.1 anførte argumenter herfor - noget uhenigtsmæssigt - synes til dels at henstå som uudtalte forudsætninger i forarbejderne.

2.2.2.2. Lovændringen i 1998 om ikke-omstødelse og justering af reglerne i 2000

Ved lov nr. 414 af 26. juni 1998 blev der foretaget ændringer i en række love, herunder vphl., og i den forbindelse blev der også foretaget en enkelt - meget interessant - tilføjelse i kap. 18, der indeholder nettingreglerne. Der blev således i § 57, stk. 4, indsat en bestemmelse

³⁵ Jf. FT 1995-96 A, s. 2012.

³⁶ Jf. FT 1995-96 A, s. 2014.

³⁷ Jf. FT 1995-96 A, s. 2013 og s. 2014.

om, at sikkerhedsstillelse i form af marginindbetalinger for fordringer omfattet af § 57 under nogle nærmere angivne betingelser ikke kan omstødes efter KL § 70, stk. 1, uanset om betalingen erlægges i kon-tanter, værdipapirer eller på anden måde.³⁸

Det overordnede formål med den nye bestemmelse var at forbedre konkurrenceevnen i den finansielle sektor i Danmark, ved at danske pengeinstitutter fik mulighed for at tilslutte sig internationale betalings- og afviklingssystemer, hvor der nærmest undtagelsesvist stilles krav om, at marginindbetalinger, som stilles over for systemet, skal være juridisk uomstødelige i national ret for at begrænse afviklings- og systemrisiciene. Konkret var lovændringen affødt af flere danske pengeinstitutters ønske om at tilslutte sig betalings- og afviklingsystemet *Exchange Clearing House, Inc., London (ECHO)*,³⁹ som bl.a. afvikler danske kroner, men hvor de danske aktørers deltagelse var umuliggjort, da marginindbetalinger ikke utvivlsomt var juridisk uomstødelige i dansk ret pga. KL § 70.

ECHO fungerer på den måde, at ECHO - efter en sammenkøring af parternes bekræftelse i systemet - indtræder som part i aftalen og derved fra tidspunktet for aftalens indgåelse påtager sig risikoen for, at betalingerne gennemføres som aftalt (der er altså tale om en særlig form for multilateral netting med en central modpart, som er omtalt ovenfor i pkt. 2.1.3.).⁴⁰ Systemets deltagere skal i denne forbindelse - om nødvendigt i tilfælde af underdækning på engagementet pga. efterfølgende udvikling i den pågældende deltagers forpligtelser - uden risiko for omstødelse kunne foretage marginindbetalinger, der er sikkerhedsstillelse for systemets markedsrisiko i form af kursændringer i afviklingsperioden. Marginindbetalinger kan forekomme både som *initialindbetalinger*, dvs. indbetaling senest samtidigt med indgåelsen af aftalen, og som *løbende margin*, dvs. efterfølgende indbetaling af sikkerhed, hvor den eksisterende sikkerhed ifølge nettingaftalen ikke er tilstrækkelig til sikring af den centrale modparts (fx ECHO's) risiko i forhold til deltagerens forpligtelser opgjort på en konkret dag af den centrale modpart.

Men sådanne marginindbetalinger, som først foretages efter at forpligtelsen er påtaget, og efter at den centrale modpart er indtrådt som part (dvs. den løbende margin), kan med rette karakteriseres som "*pant for gammel gæld*", således at omstødelse efter KL § 70, stk. 1, som er et objektivt værn mod sikkerhedsstillelser, der forringer de øvrige kreditorens mulighed for at få dækning og som i almindelighed kun foretages, hvor kreditors tillid til skyldnerens økonomiske formå-

³⁸ Området og betingelserne for anvendelsen af bestemmelsen (nu § 57 b, stk. 1) er gennemgået i pkt. 2.3.2.2. Bestemmelsen er tillige omtalt af *Werlauff* s. 135 og af *Krøger Andersen og Nis Jul Clausen* s. 121.

³⁹ I litteraturfortegnelsen er der henvist til ECHO's hjemmeside, hvor der findes flere oplysninger om ECHO og deres produkter.

⁴⁰ Den børstekniske fordel herved er, at afviklingsperioden for handel med valuta på det internationale marked, reduceres fra i praksis 3-4 dage til den enkelte dag, det tager for ECHO at opnå uigenkaldelig sikkerhed for, at deltagerne overholder deres forpligtelser vedrørende dagen forinden. Dette reducerer afviklingsrisikoen, og fjerner sammen med nettingreglerne betydelige risici for de involverede parter, jf. FT 1997-98 (2. samling) A, s. 1111.

en er svækket, ville være en mulighed, såfremt betingelserne i denne bestemmelse i øvrigt var opfyldt.⁴¹ Det er således fastslået i retspraksis, der primært har vedrørt kassekreditter og factoring, og hvor den skelsættende dom er U 1984.981 H,⁴² at ved en sådan efterfølgende sikkerhedsstillelse i et i forvejen løbende mellemværende, vil omstødelse efter KL § 70, stk. 1 ske efter den såkaldte "*nettometode*", og det er vel ganske forventeligt, at domstolene - såfremt der ikke var foretaget en speciel lovregulering af spørgsmålet - også ville lade principperne fra denne metode finde anvendelse på ordninger som fx den ovenfor beskrevne hos ECHO, således at man ville foretage omstødelse af det beløb, hvormed sikkerhedskontoens debetsaldo på fristdagen er højere end ved sikkerhedsstillelsen (indbetalingen) inden for omstødelsesfristen.⁴³

Man fandt det ifølge forarbejderne på denne baggrund hensigtsmæssigt at udvide de gældende nettingregler til ikke alene at omfatte afviklingen/modregningen af de underliggende fordringer men også den sikkerhed (margin), der stilles for gennemførelsen af betalingen, således at dette ikke kan rammes efter KL § 70, stk. 1 på den beskrevne måde, idet man fandt, at en sådan udvidelse ligger i naturlig forlængelse af de allerede gældende nettingregler, ligesom det er på linie med tilsvarende bestemmelser i den svenske og den norske værdipapirhandelslov vedtaget i hhv. 1996 og 1997.⁴⁴ Der er i pkt. 3.2.2 foretaget en nærmere vurdering af, hvilke konsekvenser bestemmelsen rent faktisk får i en insolvenssituation efter dansk ret, hvornår der alligevel kan foretages omstødelse af disse sikkerhedsstillinger, og om bestemmelsen overordnet set forekommer insolvensretligt acceptabel.

Man er i forarbejderne opmærksom på, at der med den nye regel i visse tilfælde vil ske en *afvigelse fra KL's almindelige regler og det konkursretlige lighedsprincip*, og at dette kun kan ske med *henvisning til tungtvejende samfundsmæssige hensyn*, men man anfører i samme moment, at for danske pengeinstitutters konkurrencestilling og den danske finansielle sektors infrastruktur er det af stor betydning at begrænse de finansielle institutters risici. Samtidigt anfører man, at de gældende nettingregler, hvortil den nye bestemmelse alene er et naturligt supplement, jo allerede gør væsentlige indgreb i forhold til den almindelige konkursret, hvilket tidligere er accepteret med henvisning til hensynet til overordnede samfundsmæssige interesser i, at den netting, der foregår mellem deltagerne på det finansielle marked, funge-

⁴¹ Jf. om § 70 *Munch* s. 466 ff. og *Ørgaard* s. 106 ff.

⁴² Kommenteret af *Niels Pontoppidan* i U 1985 B.37.

⁴³ En mere indgående redegørelse for "*nettometoden*" vil ikke blive foretaget her, da metoden pga. vphl. § 57 b, stk. 1, netop ikke får relevans i disse tilfælde. Der henvises i stedet til *Højlund Christensen* s. 46 ff., hvor metoden og yderligere retspraksis behandles grundigt (og til dels kritisk for så vidt angår de valgte tidspunkter, der er afgørende efter metoden), og hvor der tillige er henvist til en del anden dansk og udenlandsk litteratur af relevans. Det bemærkes, at som ved efterfølgende indbetaling på sikringskonto ved factoring, hvis saldoen når under et i aftalen fastlagt niveau, ændrer det ikke ved karakteriseringen af sikkerheden som "*pant for gammel gæld*", at marginindbetalingen sker i henhold til kriterierne i den tidligere indgåede nettingaftale.

⁴⁴ Jf. FT 1997-98 (2. samling) A, s. 1104 og s. 1110 ff.

rer effektivt og kan opretholdes også i tilfælde af en parts konkurs, hvorved afviklings- og systemrisici reduceres. Selvom bestemmelsen således giver betalings- og afviklingssystemerne en fortrinsstilling i tilfælde af konkurs, når man altså i sin afvejning frem til, at hensynet til de nævnte samfundsøkonomiske interesser vejer tungest, således at den foreslåede regel er acceptabel.⁴⁵

Konklusionen i forarbejderne er naturligvis primært politisk, men omend det vel ikke i sig selv er et argument for at fravige lighedsprincippet, at de tidligere vedtagne regler allerede indeholder betydelige fravigelser, er det i hvert fald prisværdigt, at man ved denne lovændring gør relativt meget ud at begrunde og "retfærdiggøre", hvorfor man gør indgreb i området for de fundamentale konkursretlige regler og principper. Det må også understreges, at det alene er indbetaling af yderligere sikkerhed, hvor der er behov for dette som følge af *udviklingen i markedet og deltagerens forpligtelser*, der er beskyttet mod omstødelse i medfør af bestemmelsen. Derimod er yderligere sikkerhed, der er affødt af efterfølgende omstændigheder, som har medført en *ændring i vurderingen af deltagerens kreditværdighed*, ikke beskyttet ved bestemmelsen, således at sådanne sikkerheder på almindelig vis kan omstødes inden for omstødesfristen i KL § 70.

Bestemmelsen er ved *lovændringen i 2000* delvist omformuleret,⁴⁶ men i al væsentlighed videreført i § 57 b, stk. 1.⁴⁷ Den er dog blev udvidet til også at undtage omstødelse i henhold til *KL § 72, stk. 2*, for at imødegå visse dispositioner efter fristdagen, idet dispositioner foretaget efter konkursbegæringens indgivelse til skifteretten, men før konkursdekretets afsigelse - det gælder *både initialbetalinger og løbende marginindbetalinger* (§ 72 sigter ikke kun på "pant for gammel gæld" men enhver disposition efter fristdagen) - i modsat fald ville kunne omstødes, hvis betingelserne i § 72, stk. 2, i øvrigt er opfyldt.⁴⁸ Reglen er således medtaget for at sikre, at marginindbetalinger i enhver henseende er uomstødelige efter dansk ret, uanset hvornår de er foretaget, hvilket som nævnt er krævet bl.a. af ECHO.⁴⁹ Tilføjelsen forekommer også ganske logisk og dermed acceptabel, idet den vil hindre medkontrahenter, der er bekendt med konkursbegæringens indgivelse i allerede fra dette tidspunkt at standse alle normale transaktioner i systemet, hvilket unægteligt i sig selv i høj grad vil forøge risikoen for, at konkursbegæringen munder ud i et konkursdekret.⁵⁰ Dette incitament er fjernet for medkontrahenterne, når de har garanti for, at dispositionerne ikke efterfølgende kan rammes af omstødelse. Desuden er det vel uhensigtsmæssigt, at omstødesmuligheden skulle bero på den i denne relation tilfældige omstændighed, om dispositionen

⁴⁵ Jf. FT 1997-98 (2. samling) A, s. 1111 f.

⁴⁶ Jf. nærmere om ændringen ved lov nr. 283 af 26. april 2000 og baggrunden herfor i pkt. 2.2.2.3.

⁴⁷ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3259 og s. 3261. Både forarbejderne fra ændringen i 1998 og ændringen i 2000 er således af betydning for fortolkningen og forståelsen af den nugældende regel.

⁴⁸ Jf. om § 72 *Munch* s. 481 ff. *Ørgaard* s. 129 ff.

⁴⁹ Dette er nu også som nærmere behandlet i pkt. 3.2.2 et krav i finalitydirektivets art. 9.

⁵⁰ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3261.

er foretaget før eller efter fristdagen. Som nævnt i pkt. 3.2.2 afslutningsvist er det til gengæld overraskende, at § 57 b, stk. 1, ikke undtager omstødelse efter generalklausulen i KL § 74.

Det bemærkes kort, at i tilknytning til udvidelsen af ikke-omstødelhedsbestemmelsen blev der desuden indsat en naturlig bestemmelse i § 57 b, stk. 2, om, at sikkerheder i form af værdipapirer eller kontoindeståender omfattet af stk. 1 kan *realiseres straks* og uafhængigt af en eventuel konkurs, såfremt der er indgået aftale herom, hvorved de almindelige realisationsfrister i retsplejeloven⁵¹ fraviges af hensyn til behovet for planmæssig afvikling i systemet.⁵²

2.2.2.3. Lovændringen i 2000 - Finalitydirektivet⁵³

Vphl. er ændret og justeret adskillige gange yderligere siden vedtagelsen af den første lov i 1995, men den hidtil sidste ændring af relevans for nettingreglerne skete ved *lov nr. 283 af 26. april 2000*. Her fik nettingreglerne til gengæld et væsentligt ændret udseende, idet man udvidede dem fra de tidligere to paragraffer (§§ 57 og 58) til syv paragraffer (§§ 57-57 e og 58), dog således at de gamle § 57 og § 58 indholdsmæssigt i vidt omfang er videreført i de nye bestemmelser. Fx kan man nu genfinde indholdet af den gamle § 57, stk. 1, i § 57, stk. 1, og stk. 4-5, ligesom den tidligere gældende § 57, stk. 2, nu i lidt ændret form er medtaget i § 57, stk. 3, og den gamle § 57, stk. 3, er så overført til § 57 d, stk. 1. Endvidere er den nye § 57 b, stk. 1, som nævnt i pkt. 2.2.2.2 en videreførelse og udvidelse af den ældre ikke-omstødelhedsbestemmelse § 57, stk. 4, og området og betingelserne for anvendelsen af denne bestemmelse er behandlet i pkt. 3.2.2, hvor de øvrige stykker i § 57 b også kort vil blive omtalt. Desuden skal det bemærkes, at § 58 trods en omformulering heller ikke har været udsat for væsentlige indholdsmæssige ændringer, og at de øvrige nye bestemmelser i §§ 57 a og 57 c - 57 e primært er internationalt retlige, administrative og børstekniske regler, som kun kort vil blive berørt i pkt. 3.

Af disse årsager vil alene den overordnede baggrund for ændringen i 2000, som førte frem til de nugældende nettingregler, blive behandlet på dette sted, idet det store skridt på dette område i relation til dansk ret netop blev taget allerede med de første lovregler om netting fra 1995 og udvidelsen i 1998, hvor man gjorde sig relativt indgående overvejelser om berettigelsen af denne type regler, hvilket der er redegjort for i pkt. 2.2.2.1 og 2.2.2.2. Selvom lovændringen fra 2000 således formelt fremtræder som den mest vidtgående, er der materielt set ikke tale om den helt store landvinding. *Forarbejderne bag 2000-ændringen* fremhæver således adskillige steder, at der - i forhold til de ældre regler - *ikke er tale om egentlige realitetsændringer*, hvorfor disse komplicerede henvisninger til de ældre bestemmelser, som der netop er redegjort for, er nødvendige, idet forarbejderne til de ældre

⁵¹ Jf. lovbekg. nr. 809 af 14. september 2001.

⁵² Jf. FT 1999-2000 A, s. 3262.

⁵³ Jf. note 8.

bestemmelser stadig har betydning for fortolkningen og forståelsen af de nugældende reglers materielle indhold.⁵⁴

Lovændringen var ikke desto mindre nødvendig, idet den skulle sikre, at man i danske ret fik gennemført reglerne i *finalitydirektivet*, som blev vedtaget af Rådet 19. maj 1998,⁵⁵ således at dette direktiv i dag også - i overensstemmelse med princippet om direktivkonform fortolkning⁵⁶ - i tvivlstilfælde har betydning for fastlæggelsen af indholdet og rækkevidden af de danske regler om multilateral netting.⁵⁷ *Baggrunden for finalitydirektivet* var, at man på Fællesskabsretligt niveau i store træk havde gjort sig samme overvejelser, som havde ført til vedtagelse af nationale nettingregler i en række medlemsstater (incl. Danmark i 1995), hvilket altså tager udgangspunkt i "Lamfalussy-standarden", idet man dog naturligvis i direktivet i højere grad også måtte fokusere på det grænseoverskridende element.⁵⁸

Direktivets overordnede formål er at få arrangementer for grænseoverskridende betalinger og værdipapirafvikling (og dermed en stor del af kapitalens frie bevægelighed) i Fællesskabet til at fungere problemløst og omkostningseffektivt,⁵⁹ idet der i præamblen henvises til de risici, der var blevet påpeget ved Lamfalussy-rapporten,⁶⁰ som vi jo i dansk ret på daværende tidspunkt allerede havde forsøgt at rette os ind efter, således at direktivet i al væsentlighed kunne gennemføres her i landet ved en tilpasning af de allerede eksisterende regler.⁶¹

Direktivet indeholder flere midler til sikring af det overordnede formål.⁶² For det første skal direktivet *sikre, at en overførselsordre* afgivet inden for Fællesskabet *er endelig* og kan gennemføres af systemet, blot den som hovedregel er afgivet inden der indledes insolvensprocedurer,⁶³ hvilket de danske regler jo i overensstemmelse med "Lamfalussy-standarden" har sikret for danske centraler og systemer siden Børsreform II i 1995. De tidsmæssige betingelser og undtagelsen i KL § 30 er behandlet i pkt. 3.3. Endvidere skal direktivet garantere, at *sikkerhedsstillelser* over for en central eller et system *ikke be-*

⁵⁴ Der henvises til FT 1999-2000 A, s. 3259 (flere steder), s. 3261, s. 3262 og s. 3263.

⁵⁵ Direktivet skulle være indført senest 11. december 1999, jf. art. 11, men Danmark har formentligt alligevel ikke frem til lovændringen i 2000 haft en retstilstand i strid med EU-retten, idet EFF-traktaten i art. 249, stk. 3, giver de nationale myndigheder et skøn vedrørende den konkrete implementeringsform (jf. herom bl.a. *Engsig Sørensen og Runge Nielsen*, bind 1, s. 98 ff.), og de danske reglers materielle indhold svarede - som det vil fremgå - allerede i al væsentlighed til indholdet af direktivet.

⁵⁶ Jf. herom fx *Engsig Sørensen og Runge Nielsen*, bind 1, s. 123 ff.

⁵⁷ Der vil således i pkt. 3 i nødvendigt omfang blive henvist til de relevante direktivbestemmelser.

⁵⁸ Baggrunden for finalitydirektivet er kort behandlet af *P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel* i artiklen "Finalitydirektivet" i Danmarks Nationalbanks kvartalsoversigt, 2. kvartal 1998, hvor de enkelte bestemmelser i direktivet også gennemgås.

⁵⁹ Jf. direktivts præambel, betragtning 3.

⁶⁰ Jf. betragtning 1.

⁶¹ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3250.

⁶² Jf. FT 1999-2000 A, s. 3250 f. og s. 3259 ff.

⁶³ Jf. art. 3 samt præambelns betragtning 4 og betragtning 9.

røres af insolvensprocedurer mod en deltager,⁶⁴ hvilket der har været regler om i dansk ret siden ændringen i 1998. Dernæst har sigtet med direktivet været at indføre et Fællesskabsretligt *registrerings- og notifikationssystem*, som bl.a. skal sikre, at de øvrige medlemsstater får besked om indledning af insolvensbehandling af en deltager i et system i én medlemsstat. Disse procedurer er ikke særskilt reguleret i dansk ret, men kan alene udledes af direktivet. Endeligt indeholder direktivet nogle interessante *lovvalgsregler* til løsning af international privatretlige konflikter om, hvilket lands lovgivning, som skal finde anvendelse på en central eller et system (incl. ved en deltagers konkurs),⁶⁵ samt visse *administrativt betingede regler*, som alle har foranlediget en tilføjelse til de danske nettingregler.⁶⁶

Sammenfattende kan det siges, at direktivet især fik betydning inden for en række områder i tilknytning til danske centralers og systemers grænseoverskridende deltagelse (både hvor der udføres grænseoverskridende betalinger og hvor et system har et "grænseoverskridende medlemsskab"), idet de øvrige medlemsstater altså nu er forpligtet til at opretholde en retstilstand svarende til den danske,⁶⁷ og idet Danmark allerede havde vedtaget regler til begrænsning af de retlige risici, som direktivet i øvrigt sigter mod. Disse regler er nu blot udvidet til at beskytte også aktører fra andre medlemsstater.

Vphl. § 58 blev til gengæld ikke berørt af ændringen i 2000, da finalitydirektivet ikke tilsigter at regulere *den bilaterale netting*. Bestemmelsen er således alene ændret redaktionelt for at bevare parallellen til den tilsvarende formulering i den direktivstyrede § 57 om multilateral netting, idet der ikke herved er tilsigtet nogen materiel ændring af § 58.⁶⁸ Som situationen er nu, er Danmark altså ikke EU-retligt forpligtet til at bevare reglerne om bilateral netting i den nuværende form, idet der ikke findes nogen direktivbestemmelse herom. Som nævnt i indledningen kan man imidlertid forvente, at dette med vedtagelsen af det såkaldte *collateraldirektiv*,⁶⁹ vil ændre sig i en nær fremtid, jf. også kort herom i pkt. 3.2.3.

3. Anvendelsesområde og anvendelsesbetingelser samt særlige insolvensretlige konsekvenser

3.1. Kort om værdipapirhandelslovens generelle anvendelsesområde

Reglerne om netting mv. findes som nævnt i vphl., som ifølge § 1, stk. 1, finder anvendelse på værdipapirhandel i vid forstand, som nærmere

⁶⁴ Jf. art. 9 samt præambelens betragtning 9 og betragtning 18.

⁶⁵ Jf. art 8 og art. 9, stk. 2, samt præambelens betragtning 17

⁶⁶ Disse regler vil som nævnt i pkt. 1 kun i begrænset omfang blive behandlet i dette speciale.

⁶⁷ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3250 samt finalitydirektivets præambel, betragtning 6 og betragtning 11. Disse konsekvenser er også fremhævet af *P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel* på det i note 58 anførte sted.

⁶⁸ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3263.

⁶⁹ Jf. note 3.

defineret i § 1, stk. 2. Loven finder endvidere ifølge § 1, stk. 3, anvendelse på børsvirksomhed, clearingvirksomhed og registreringsvirksomhed. Det er nærmere afgrænset i § 2, stk. 1, hvilke instrumenter, der definatorisk er omfattet af lovens værdipapirbegreb, idet dette dog suppleres med på den ene side en *hjemmel for Fondsrådet* i § 2, stk. 1, nr. 12, *til at beslutte, at andre instrumenter og kontrakter skal omfattes* af loven, og på den anden side i § 2, stk. 2, en *hjemmel for Fondsrådet til at undtage nærmere bestemte instrumenter* fra lovens anvendelsesområde, hvorved den nødvendige fleksibilitet er sikret på dette område, som er under konstant ændring og udvikling via nye eller ændrede konstruktioner og instrumenter i det praktiske liv. For en mere indgående gennemgang af vphl.'s anvendelsesområde, henvises der især til den i note 6 nævnte litteratur, men grundlæggende kan man sige, at i vphl. er reglerne for infrastruktur, aktører og hensigtsmæssig optræden på værdipapirmarkedet samlet. Det er altså inden for dette overordnede område, nettingreglerne skal anvendes.

3.2. Særligt om nettingreglernes anvendelse og insolvensretlige konsekvenser

3.2.1. Multilateral netting

Reglerne om multilateral netting og dertil knyttede spørgsmål er som nævnt reguleret i *vphl. §§ 57-57 e*. I bemærkningerne til de første nettingregler vedtaget i 1995 fremhæves det, at reglerne alene finder anvendelse inden for en begrænset del af den finansielle sektor.⁷⁰ Bestemmelsen i § 57, stk. 1, indeholder da også en væsentlig begrænsning i spørgsmålet om, med *hvilke juridiske personer*, der kan indgå multilaterale nettingaftaler, idet det ifølge ordlyden kun er muligt med clearingcentraler, der udøver værdipapirclearingvirksomhed efter vphl. § 50, stk. 5 (og kun vedrørende fordringer, der udspringer af denne aktivitet), Danmarks Nationalbank eller betalingssystemer omfattet af § 57 a. Bestemmelsen i § 57 a, der er en teknisk administrativ bestemmelse, som implementerer finalitydirektivets art. 2, indeholder de mindstebetingelser, et betalingssystem skal opfylde for at kunne blive registreret af Finanstilsynet og derved være omfattet af de multilaterale nettingregler, idet registrering således kun er nødvendig, hvis systemet vil indgå aftaler om netting.⁷¹ Clearingcentraler skal til gengæld altid godkendes efter vphl. § 8. Det er således navnlig den netting, som foregår ved clearing og afvikling af hhv. værdipapirer og afledte instrumenter i forhold til direkte og indirekte clearingdeltagere, primært i Værdipapircentralen og FUTOP Clearingcentralen A/S (datterselskab af Københavns Fondsbørs) samt ved sumclearing (clearing af checks, dankorttransaktioner m.v.) i Danmarks Nationalbank, der er

⁷⁰ Jf. FT 1995-96 A, s. 2013.

⁷¹ I direktivet er et betalingssystem defineret som et til Kommissionen anmeldt formelt arrangement mellem som udgangspunkt tre eller flere deltagere med fælles regler og standardiserede ordninger for udførsel af overførselsordrer mellem deltagerne, såfremt systemet er underlagt lovgivningen i en medlemsstat. De konkrete betingelser og Finanstilsynets beføjelser er indgående behandlet i forarbejderne, jf. FT 1999-2000 A, s. 3259 ff.

sigtet med bestemmelsen.⁷² For så vidt angår betalingssystemer er det ifølge forarbejderne en betingelse, at disse skal afvikles over konti i Danmarks Nationalbank.

Anvendelsesområdet for § 57, stk. 1, er vedrørende personkredsen *ikke ændret ved lovændringen i 2000* i forbindelse med implementeringen af finalitydirektivet, ud over at det sikres, at også clearingdeltagere fra andre medlemsstater nu skal respektere de danske centralers og systemers nettingprocedure selv i tilfælde af insolvens og omvendt, og lovændringen som følge af direktivet får således størst betydning med hensyn til grænseoverskridende deltagelse.⁷³ Bestemmelsen i § 57, stk. 1, svarer til den centrale bestemmelse i *finalitydirektivets art. 3*, som grundlæggende fastslår, at netting er bindende for tredjeparter (et konkursbo mv.) for så vidt angår overførselsordrer, der er afgivet i insolvensbehandlingsens indledende fase. De konkrete tidsmæssige betingelser er behandlet i pkt. 3.3. Nettingsystemet kan således gennemføre afviklingen ved at anvende de indkomne betalinger udelukkende til fyldestgørelse af systemets øvrige deltagere, uanset at en deltager er gået konkurs efter afgivelsen af overførselsordren. Dette svarer i al væsentlighed til den tilsvarende multilaterale nettingbestemmelse, der som nævnt har været gældende her i landet siden 1996. Denne er blot blevet udvidet til at vedrøre alle de i direktivet omfattede systemer.⁷⁴

Vphl. § 57 gælder imidlertid, modsat § 58 om bilateral netting, *ikke i forhold til insolvente dødsboer*. Det overraskende er ikke, at bilateral netting kan opretholdes i forhold til insolvente dødsboer, men at der således i formuleringen af reglerne om multilateral og bilateral netting er denne inkonsekvens, selvom § 58 i øvrigt er søgt bragt på linie med § 57. Begrundelsen for at lade § 58 finde anvendelse ved bilateral netting er ifølge forarbejderne, at dele af konkursloven tillige findes anvendelse på dødsboer.⁷⁵ Samme begrundelse kunne vel med rette anvendes til støtte for, at reglerne om multilateral netting efter § 57 tillige skulle kunne finde anvendelse ved en insolvent parts død. Med den nuværende løsning har man jo ej heller en fuldstændig garanti for multilateral nettings holdbarhed og uangribelighed i dansk ret, hvilket er en forudsætning for og et hovedformål med finalitydirektivet. Reglerne om multilateral netting vil således ikke i alle tilfælde kunne påberåbes i forhold til en deltagers insolvente dødsbo.

Ifølge vphl. § 57 d, stk. 1, *udfærdiger Finanstilsynet en liste over de centraler og systemer*, hvormed der kan indgås aftaler om multilateral netting, hvilket som nævnt er en ret begrænset juridisk personkreds, og denne liste omfatter i dag - ud over sumclearingen og de tidligere nævnte centraler - enkelte andre systemer, jf. § 1 i *bekg. nr. 1085 af 8. december 2000* (disse regler bør i øvrigt snarligt rettes

⁷² Den særlige form for netting, der sker ved sumclearing mellem bankerne hos Danmarks Nationalbank, foregår ved, at hver enkelt deltagers nettoposition i forhold til de øvrige deltagere på givne tidspunkter af døgnet udregnes og udvekles via konti i Nationalbanken, i stedet for at de mange detailbetalinger (dankort, checks mv.) afvikles enkeltvis og øjeblikkeligt. Se nærmere herom hos *T. Thygesen* på det i note 20 anførte sted.

⁷³ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3250.

⁷⁴ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3250.

⁷⁵ Jf. FT 1995-96, s. 2014.

til, som følge af etableringen af det nye såkaldte KRONOS-system).⁷⁶ Disse centraler og systemer anmeldes af Finanstilsynet til Kommissionen i overensstemmelse med finalitydirektivets art. 10, jf. vphl. § 57 d, stk. 2, hvilket sikrer, at disses nettingaftaler anerkendes i de øvrige medlemsstater. På tilsvarende måde finder vphl. § 57, stk. 1, uden videre anvendelse på multilaterale nettingaftaler indgået med andre medlemsstaters centraler og systemer,⁷⁷ hvis de er anmeldt til Kommissionen i overensstemmelse med direktivets art. 10 og dermed underlagt beskyttelse i direktivet jf. § 57, stk. 2. Den oprindelige bestemmelse i § 57, stk. 2, om at Finanstilsynet skal godkende nettingaftaler med udenlandske centraler (og systemer) eller tilsvarende virksomheder, såfremt aftalens indhold lever op til kravene i de danske nettingregler, er som nævnt i pkt. 2.2.2.3 overført til den nugældende § 57, stk. 3, dog - som et udslag af finalitydirektivet og dermed § 57, stk. 2 - med den ændring, at dette nu alene gælder for centraler og systemer fra tredjelande.⁷⁸ Herved imødegås de problemer, danske kreditinstitutioner kunne få i forbindelse med tilslutning til en udenlandsk central, hvor det oftest vil være krævet, at netting respekteres selv i tilfælde af insolvens.⁷⁹

Nettingen omfatter ifølge ordlyden *både clearing og afviklingen*, og der ses ikke med § 57's ordlyd eller i forarbejderne at være opstillet grænser for, *hvilke former for multilateral netting*, parterne kan indgå aftale om.⁸⁰ Forarbejderne angiver blot som eksempel, at der kan være aftalt "netting by close out" (slutafregning),⁸¹ ligesom der ifølge ordlyden kan være aftalt tilbageførsel (oprulning).⁸²

Nettinginstituttet bliver primært juridisk interessant i tilfælde af *en parts insolvens*, og det er derfor især relevant at få klarlagt, hvilke fravigelser fra normalsituationen (forstået som det, der er hjemlet i den almindelige insolvenslovgivning), anvendelse af nettingreglerne fører til. Grundlæggende kan det anføres, at normalt ville boet efter reglerne i KL kap. 7 frit kunne vælge, om det vil *indtræde* i de kontrakter, der vedrører de til centralen eller systemet før konkursen anmeldte, men endnu ikke opfyldte fordringer vedrørende transaktioner med værdipapirer. Boet ville således helt legalt kunne nøjes med at indtræde i kontrakter, som på indtrædelsestidspunktet med stor sandsynlighed kan konstateres som gevinstgivende for fallenten,⁸³ men undlade at indtræde i de tabsgivende kontakter, hvorved kreditorerne

⁷⁶ § 57 d, stk. 1, er ifølge forarbejderne er uændret videreførelse af den tidligere gældende § 57, stk. 3, jf. FT 1999-2000 A, s. 3262. Ved at indsætte en ny § 57 d har man - lovteknisk ganske hensigtsmæssigt - samlet reglerne om registreringen af centralerne og systemerne og anmeldelsen af disse til Kommissionen i én bestemmelse.

⁷⁷ Dvs. lande fra EU eller lande, som EU har indgået aftale med.

⁷⁸ Dvs. lande uden for EU, som EU ikke har indgået aftale med.

⁷⁹ Jf. FT 1995-95 A, s. 2014. Oprindeligt sigtede man ikke kun på tredjelande men også EU-lande, men problemer i relation til grænseoverskridende deltagelse inden for Fællesskabet er nu imødegået med finalitydirektivet.

⁸⁰ Jf. pkt. 2.1.3. om forskellige former for aftalt netting.

⁸¹ Jf. FT 1995-96 A, s. 2013.

⁸² Jf. herom i pkt. 3.3 indledningsvist.

⁸³ Her vil den såkaldte nutidsværdi ofte være ganske retvisende, jf. *M. Seiffert* i R&R 1997.30.

på disse alene skulle dækkes med en eventuel dividende som simple fordringer efter KL § 97. Dette betegnes som nævnt i pkt. 2.2.2.1. som "*cherry picking*"; altså at boet nøjes med at udvælge sig "kirsebærrene" blandt de anmeldte fordringer.⁸⁴ Samtidigt ville modparten ofte efter de *almindelige modregningsregler* (betingelserne om udjævnelighed og gensidighed) være hindret i at udligne fordringer, der formelt udspringer af forskellige retsforhold, selvom de ofte reelt er et resultat af en række kontrakter, der er indgået samtidigt og i tæt sammenhæng med hinanden for at udligne de finansielle risici. Som det er fremgået - bl.a. i pkt. 2.1.4 og 2.2.2.1 - indeholder reglerne om multilateral netting derfor nogle afvigelser i forhold til de almindelige regler om *boets indtræden (1)* og om *modregning i konkurs (2)*.

Ad 1) Udgangspunktet i dansk ret er som netop nævnt, at konkursboet frit kan vælge, om det vil *indtræde i gensidigt bebyrdende aftaler*, som fallenten har indgået før konkursen, men som han ved konkursens indtræden ikke (fuldt ud) har opfyldt, jf. KL § 55, stk. 1.⁸⁵ Dette ville imidlertid som oven for beskrevet skabe en uholdbar situation for skyldnerens medkontrahenter ved handel med værdipapirer, hvor boet kunne udøve "*cherry picking*".

Denne situation har man således oplagt ønsket at hindre med § 57, der som en specialbestemmelse naturligvis går forud for den mere generelle konkurslov, jf. *lex specialis-princippet*, og som på dette punkt er ganske klar i ordlyden, idet det her er bestemt, at netting, hvis dette fremgår af aftalen, som skal leve op til de kriterier, der er behandlet nedenfor i dette afsnit, kan gennemføres, uden at boet får ret til diskretionært at indtræde i de enkelte aftaler uanset en parts konkurs, således at alene en nettoforpligtelse påvirker boet som et simpelt krav efter KL § 97 eller en nettofordring indgår i konkursmassen efter KL § 32.

Som nævnt i pkt. 2.2.2.1 må dette anses som en rimelig fravigelse af det konkursretlige lighedsprincip, idet et konkursbos indtræden i normalsituationen ville være ensbetydende med, at boet som modvægt påtager sig den risiko, at dække eventuelle forpligtelser i henhold til de kontrakter, der er indtrådt i, som massekrav efter KL § 93, nr. 3, jf. § 56, stk. 1 (idet der dog er mulighed for konkursregulering efter KL § 61), Dette vil reelt derimod ikke være tilfældet ved indtræden i de anmeldte fordringer vedrørende værdipapirtransaktioner, som der allerede med stor sandsynlighed kan konstateres gevinst på, da der her ingen risiko vil være for boet.⁸⁶ Det ville altså være en "*intet at tabe-situation*" for boet, hvor boet kan hente alle fallentens *fortjenester* ved værdipapirtransaktionerne fuldt ud hjem, mens *tabene*

⁸⁴ Der ses ikke at være grundlag for at bruge den særlige undtagelse i KL § 53, 1. pkt., om "retsforholdets beskaffenhed" til at nå til et andet resultat ved fordringer, omfattet af § 57, såfremt der ikke var indgået aftale om multilateral netting.

⁸⁵ Gensidigt bebyrdende aftalers stilling i tilfælde af konkurs er i det hele taget detailreguleret i KL kap. 7, som bl.a. er behandlet af *Krag Jespersen* i kompendiet "Konkurs og insolvens som misligholdelse", marts 1997, af *Ørgaard* s. 56 ff. og af *Munch* s. 357 ff.

⁸⁶ Risikoen kan også være afdækket ved at kontrakten relaterer sig til parallelle rettigheder eller forpligtelser, jf. *M. Seiffert* i R&R 1997.30.

på de i øvrigt tæt forbundne transaktioner alene vil skulle dækkes som simple krav, hvilket ikke forekommer rimelig i forhold til de øvrige deltagere i arrangementet. Desuden vil tidspunktet for konkursens indtræden typisk være helt uafhængig af nettingresultatet på dette i denne sammenhæng tilfældige tidspunkt og uafhængig af udviklingen på værdipapirmarkedet, hvor der ofte ses store udsving, så resultatet for konkursboet tillige ville afhænge af helt tilfældige omstændigheder. Men med reglerne om multilateral netting må boet altså utvivlsomt respektere den slutfregning, der finder sted i forbindelse med insolvensen, og kurator har utvivlsomt ingen diskretionære beføjelser vedrørende indtræden i de aftaler, der er omfattet af nettingen.

Ad 2) Reglerne om *modregning i konkurs* findes i KL § 42,⁸⁷ der allerede hjemler adgang til modregning i betydeligt videre omfang i tilfælde af insolvens, end i andre tilfælde,⁸⁸ idet bl.a. den traditionelle betingelse for modregning om, at fordringerne skal være afviklingsmodne, modificeres, jf. udtrykket "uanset om fordringen ikke var forfalden" i KL § 42, stk. 1. Også på dette punkt er § 57 klar i sin ordlyd, og som en specialbestemmelse går den altså forud for de almindelige modregningsregler, når den som omtalt i pkt. 2.1.4 tager skridtet videre for at imødegå det oven for beskrevne problem for skyldnerens medkontrahenter ved handel med finansielle instrumenter, idet den - med visse paralleller til konneks modregning - hjemler elimineringen af de modstående fordringer omfattet af bestemmelsen til en nettofordring, uden at yderligere retsskridt er nødvendige, når blot nettingen er vedtaget i den på forhånd indgåede aftale.

Herved indebærer § 57, at et konkursbo trods KL § 42 og de almindelige modregningsbetingelser må acceptere, at der nettes med fordringer mellem flere end to parter (*gensidighedsbetingelsen fraviges*), uanset om de udspringer af *samme underliggende retsforhold* (de knyttes dog sammen til det samme retsforhold som følge af den indgåede nettingaftale), og uanset at de nettede fordringer *ikke er af samme beskaffenhed* (krav på værdipapirer kan nettes med krav på betaling i penge, idet det som neden for nævnt forudsættes, at kriterierne for kursfastsættelse er vedtaget i nettingaftalen).⁸⁹ Hvis netting er gennemført i henhold til aftalen før konkursen, vil tillige *omstødelse efter KL § 69 ikke være muligt*.

En multilateral nettingaftale går netop ud på, at alle de involverede parter (mange) fordringer og forpligtelser som følge af transaktioner med værdipapirer opgøres og modregnes efter de i aftalen fastsatte kriterier, så hver part alene skal foretage eller modtage én betaling. Som nævnt i afsnit 2.2.2.1 ser Børsudvalget blot dette som en naturlig tilpasning af modregningsreglerne til udviklingen på det finansielle marked, selvom det kan bevirke, at fordringer, der ellers ville

⁸⁷ Jf. *Munch* s. 312 ff., *Ørgaard* s. 176 ff og *Gomard* s. 209 ff.

⁸⁸ For en nærmere gennemgang af de almindelige modregningsbetingelser henvises til *Gomard* s. 177 ff., især s. 184 ff. med henvisninger.

⁸⁹ Det er imidlertid tvivlsomt, hvorledes det forholder sig med fremmed valuta i et dansk nettingarrangement, idet KL § 40, stk. 2 blot fastslår, at disse omsættes til dansk mønt til kursen på dagen for dekretets afsigelse. Der er ikke i nettingreglerne taget stilling til, om denne bestemmelse også skal finde anvendelse i disse tilfælde.

være blevet placeret i konkursordenen som simple fordringer efter KL § 97, opnår fuld dækning. Det må hertil bemærkes, at den grundlæggende afvejning, man altid må foretage, når man tillader modregning i konkurs i almindelighed, er en afvejning mellem *enten* at give én kreditor fuld dækning så langt modregningsadgangen rækker, idet denne vil kunne sidestilles med en særlig sikkerhedsret for den pågældende kreditor, der efter omstændighederne mere eller mindre tilfældigt havde en fordring på fallenten ved konkursens indtræden, *eller* stringent at fastholde det konkursretlige ligelighedsprincip mellem de simple kreditorer. Desuden må det vel medgives Børsudvalget, at de nu kendte multilaterale nettingsystemer er etableret længe efter vedtagelsen af konkursloven i Danmark (og mange andre lande), således at denne lovgivning ikke har kunnet tage sigte herpå og derfor kun anerkender modregning mellem to parter, også i tilfælde af konkurs, hvilket ikke harmonerer med den beskrevne ordning i de multilaterale nettingssystemer.⁹⁰ Dette ville kunne resultere i, at en central/et system må annullere opgørelsen og den foretagne afvikling af fordringer, der er anmeldt før konkursen (dekretet), men afviklet efter dette tidspunkt og starte forfra uden skyldnerens poster, hvorved der er risiko for, at den ene parts manglende betalingsevne spreder sig til de øvrige deltagere ("*dominoeffekten*"). Derfor kan der - som Børsudvalget tilsyneladende indirekte gør - argumenteres for, at den nævnte afvejning, af, om den særlige modregning i form af netting skal tillades, blot i dette tilfælde falder ud til fordel for at indrømme de i nettingarrangementet involverede parter fuld dækning pga. strukturerne og udviklingen på værdipapirhandelsmarkedet.

Det må til disse betragtninger samtidigt bemærkes, at løsningen vel - pga. fravigelsen fra ligelighedsprincippet og grundprincipperne for modregning efter dansk ret - kun er acceptabelt, fordi det *alene knytter sig til handel med værdipapirer*, fordi det *alene* kan aftales med *de centrale modparter*, som er nævnt i § 57, stk. 1, fordi det *skal have objektiv og klar hjemmel* i den på forhånd indgåede aftale herom (jf. nedenfor i dette afsnit) og fordi Finanstilsynet er tillagt en egentlig *tilsynsfunktion* med de pågældende aftaler (jf. ligeledes nedenfor). Det er således i det hele taget disse begrænsninger, der gør reglerne om multilateral netting acceptable, set i et rent insolvensretligt perspektiv.

Som nævnt adskillige gange i dette afsnit skal der, for at netting kan gennemføres, være *indgået en aftale* herom. Det fremgår af ordlyden af § 57, stk. 1, at en multilateral nettingaftale alene kan omfatte *samlige de fordringer*, der er anmeldt til centralen eller systemet, og der kan altså med andre ord ikke indgås aftaler om partiel multilateral netting, som omfatter en del af en parts aktivitet i en central eller et system.

Kravene til disse aftaler er mere indgående reguleret i vphl. § 57, stk. 4-5,⁹¹ som til gengæld ikke vedrører inter partes-relationen

⁹⁰ Jf. P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel på det i note 58 anførte sted.

⁹¹ Der er ved lovændringen i 2000 tale om en uændret videreførsel af de tidligere regler i § 57, stk. 1, 2.-3. pkt., således at de ældre forarbejder også her stadig er af relevans, jf. Jf. FT 1999-2000 A, s. 3259.

mellem centralen/systemet og den enkelte deltager, herunder spørgsmålene om aftalers indgåelse, løfters ugyldighed mv., hvilket således må vurderes efter almindelige obligationsretlige regler i national ret, hvor der stadig kan være betydelige forskelle mellem de stater, der har implementeret finalitydirektivet. I § 57, stk. 4, er det bestemt, at en multilateral nettingaftale for at have virkning over for boet og kreditorerne skal være *indsendt til Finanstilsynet inden første insolvensretlige skridt foretages*. I henhold til § 57, stk. 5, skal aftalen *indeholde objektive betingelser for netting eller tilbageførsel* af anmeldte men endnu ikke opfyldte fordringer.

Nettingaftalen skal som nævnt alene *indsendes* til Finanstilsynet, og det fremgår hverken af ordlyden i stk. 4 eller stk. 5, at Finanstilsynet skulle have en egentlig *godkendelseskompetence*. Det kan imidlertid udledes af forarbejderne til bestemmelsen, at Finanstilsynet skal *påse*, at nettingaftalen indeholder tilstrækkelige objektive kriterier som nævnt i stk. 5 til, at den kan anvendes til at gennemføre netting eller tilbageførsel i tilfælde af en parts insolvens.⁹² Denne betingelse kan betegnes som en *særlig form sikringsakt*, således at skyldnerens kreditorer fra dette tidspunkt skal respektere, at den centrale modpart kan afvikle de fordringer vedrørende handel med værdipapirer, skyldneren er involveret i, selvom det er til ulempe for hans bo. Herved hindrer man bl.a. antedateringer af nettingaftaler, hvilket forekommer ganske rimeligt og hensigtsmæssigt, da netting efter gældende ret som beskrevet i dette afsnit på flere punkter medfører betydelige afvigelser fra de grundlæggende konkursretlige regler og principper til ulempe for boet og kreditorerne. Det fremgår således også nu af § 2 i *bekg. nr. 1085 af 8. december 2000*, at nettingaftalen først har virkning over for boet og kreditorerne fra tidspunktet for dens indsendelse til Finanstilsynet. Som sikringsakt har ordningen dog den mangel, at reglernes ordlyd *ikke direkte kræver offentliggørelse* af aftalens indgåelse/indsendelse, hvilket hensigtsmæssigt kunne tilføjes ved en justering af reglerne.

Selvom det i hver enkelt nettingaftale konkret kan fastsættes, hvad der skal gælde i tilfælde af en parts insolvens, forudsættes det i de nævnte forarbejder, at der for hvert enkelt godkendt central/system vil være tale om *standardaftaler*,⁹³ der tiltrædes af de enkelte deltagere, så tilsynet alene vil få indsendt ganske få aftaler til godkendelse. Det er endvidere i forarbejderne en forudsætning for den i stk. 5 nævnte *objektivitetsbetingelses opfyldelse*, at *proceduren for netting mv. fastsættes entydigt* i nettingaftalen, således at dette ikke kan gennemføres diskretionært af centralen/systemet, og at aftalen i øvrigt indeholder *principperne for kursfastsættelse*. Herved sikres, at den centrale modpart ikke efter konkursens indtræden ensidigt kan påvirke

⁹² Jf. FT 1995-96 A s. 2013.

⁹³ Internationalt er der bl.a. af ISDA (International Swaps and Derivatives Association) lavet de 2 ISDA Master Arrangements fra 1992 vedr. hhv. "*Multicurrency - Cross Border*" og "*Local. Currency - Single Jurisdiction*", hvoraf den første er behandlet af *M. Seiffert* i R&R, 1997.27 ff., dog primært i relation til bilateral netting. Fra Værdipapircentralen kan nævnes "*VP's Clearingregler pr. 6. oktober 2000*", ligesom der findes en særlig FUTOP-aftale og en særlig sumclearing-aftale.

nogle af faktorerne af betydning for nettingens gennemførelse,⁹⁴ hvilket kunne have ført til det, der kan betegnes som en slags "omvendt cherry picking". Dette må være af afgørende betydning for, at Finanstilsynet kan godkende aftalen, og for at nettingen kan accepteres, idet det endelige resultat for boets kreditorer ikke efter konkursens indtræden skal kunne påvirkes diskretionært af en enkelt part med interesser i boet. Som eksempel på et objektive kriterium for gennemførelse af netting nævnes i forarbejderne, at den restfordring, der - efter clearing og afviklingen er gennemført som følge af nettingen - opstår på den insolvensramte part, er mindre end et i forvejen aftalt beløb.

P. F. Hansen og A. K. Schön kritiserer i *Finansfokus 1995.20*, at loven ikke tager nærmere stilling til tidspunktet for kursfastsættelsen. Denne kritik forekommer dog ved multilateral netting ubegrundet, idet aftalen som nævnt skal indeholde principperne herfor, som må inkludere en præcisering af det relevante tidspunkt, hvilket netop påses af Finanstilsynet i forbindelse med godkendelsen af den multilaterale nettingaftale. Herved sikres objektiviteten, samtidigt med at man opnår en højere grad af fleksibilitet, end hvis disse kriterier var angivet direkte i lovteksten. Objektivitetskriteriet er afgørende for, om nettingaftalen vil kunne anerkendes internationalt,⁹⁵ hvilket netop var et af hovedformålene med lovændringen i 2000, jf. pkt. 2.2.2.3.

Vphl. § 57 c indeholder en bestemmelse, som for det første sikrer, at der i reglerne eller tilslutningsaftalen for hvert enkelt system eller central er bestemt, *hvornår en overførselsordre anses for indgået i systemet*, hvorved finalitydirektivets art. 3, stk. 3 implementeres.⁹⁶ Det er naturligvis af afgørende betydning at få fastlagt dette tidspunkt, hvilket overlades til den enkelte central eller det enkelte system (dog må det - ud fra betragtninger svarende til det netop ovenfor anførte - være en usagt forudsætning, at dette fastsættes objektivt og entydigt), idet dette tidspunkt er afgørende for, hvornår netting efter § 57, stk. 1, har retsvirkning og kan opretholdes i forhold til tredjemand, inkl. et konkursbo.⁹⁷

For det andet implementerer § 57 c *finalitydirektivets art. 5* ved at kræve, at der i reglerne eller tilslutningsaftalen for hver central eller hvert system skal være bestemt, *fra hvilke(t) tidspunkt(er) en deltager eller en tredje part ikke længere kan tilbagekalde en overførselsordre, der er indgået i systemet*. Det er således ikke blot skyldneren og dennes bo men samtlige deltagere, der skal være bundet af systemets regler. Reglen sikrer fx, at ej heller andre deltagere efter det af centralen eller systemet fastsatte tidspunkt kan stoppe betalingerne til en konkursramt deltager med den konsekvens, at afviklingen ikke kan gennemføres.⁹⁸ Dette bliver tredjemand med andre ord forpligtet til via tilslutningsaftalen/den centrale modparts regler, som altså skal regule-

⁹⁴ Jf. herom også *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* s. 120.

⁹⁵ Jf. *Werlauff*, s. 133. Også *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen* behandler § 57, stk. 4-5, s. 120 ff.

⁹⁶ Der er ganske kort redegjort for § 57 c i FT 1999-2000, s. 3263.

⁹⁷ De tidsmæssige betingelser for nettings gennemførelse er mere ingående behandlet i pkt. 3.3.

⁹⁸ Jf. også *P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel* på det i note 58 anførte sted.

re dette spørgsmål. Overholdelse af § 57 c er en betingelse for, at en central overhovedet kan godkendes, jf. vphl. § 8, stk. 4, og for at et system kan få tilladelse til at indgå aftaler med retsvirkninger i henhold til bestemmelserne i vphl. § 57, stk. 1, jf. dog stk. 4 samt § 57 b, stk. 1 og 2, jf. vphl. § 57 a, stk. 2, nr. 6, jf. stk. 1.

Med finalitydirektivets gennemførelse i medlemsstaterne er der - som det er fremgået - i høj grad sket en harmonisering af reglerne om nettings gennemførelse i tilfælde af insolvens. Imidlertid er der stadig mange *materielle forskelle i medlemsstaternes insolvensretlige lovgivning*, som (endnu) ikke er fuldt ud harmoniseret, og dette er formentlig baggrunden for den særlige lovvalgsregel i finalitydirektivets art. 8, der er implementeret ved vphl. § 57 e. Her sikres det, at en eventuel tvist mellem på den ene side en central/et system og på den anden side boet efter en deltager heri, skal afgøres efter centralens/systemets lovgivning, *såfremt* tvisten vedrører den konkursramte deltagers rettigheder og forpligtelser i systemet.⁹⁹

I forarbejderne til § 57 e antages det med henvisning til direktivets formål, at reglen ikke generelt skal give systemet (dette må også gælde centralen) en særlig (gunstig) placering i konkursordenen, idet denne lovvalgsregel *kun* skal anvendes, hvis den materielle lovgivning, der i øvrigt finder anvendelse på konkursen, stiller hindringer i vejen for gennemførelsen af de transaktioner, der er en følge af den konkursramte deltagers aftaler via centralen/systemet.¹⁰⁰ Udgangspunktet er altså stadig det naturlige, at dansk konkurslovgivning anvendes på en dansk deltagers konkurs, jf. *lex concursus*-princippet,¹⁰¹ og dette modificeres kun, hvis det hindrer eller begrænser den ordinære afvikling af transaktionerne i et udenlandsk system, hvor fallenten er deltager. Tilsvarende fordelagtige position gives danske centraler/systemer omvendt også, hvor en af deres deltagere tages under insolvensbehandling i udlandet og dette ville skabe problemer for afviklingen af transaktionerne i centralen/systemet.¹⁰² Fordelen herved er grundlæggende, at centralen/systemet alene skal tilpasse sine procedurer til insolvenslovgivningen i centralen/systemets eget land (og ikke skal analysere risiciene ved insolvenslovgivningen i mange medlemsstater), idet man vil kunne falde tilbage på egne regler, hvis insolvenslovgivningen i en anden medlemsstat skaber problemer med afviklingen.¹⁰³

3.2.2. Særligt om ikke-omstødellesreglen i § 57 b

Vphl. § 57 b, stk. 1, indeholder en bestemmelse, der under visse betingelser sætter KL's § 70, stk. 1, og § 72, stk. 2, ud af kraft i forhold til visse sikkerhedsstillelser over for Danmarks Nationalbank, en clearingcentral, et betalingssystem omfattet af vphl. kap. 18 eller deltagere

⁹⁹ Se også finalitydirektivets præambel, betragtning 17.

¹⁰⁰ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3262 f.

¹⁰¹ Jf. *Arnt Nielsen*, s. 457 f.

¹⁰² Dette er også fremhævet i Erhvervsudvalgets betænkning af 16. marts 2000, jf. FT 1999-2000 B, s. 456.

¹⁰³ Jf. *P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel* på det i note 58 anførte sted.

i sådanne systemer.¹⁰⁴ Vphl. § 57 b, stk. 1, som er en videreførelse af § 57, stk. 4, fra før vedtagelsen af finalitydirektivet, gennemfører i dag den centrale *art. 9* i dette direktiv, og bestemmelsen finder *overordnet set anvendelse ved sikkerhedsstillelse (oprindeligt betegnet som marginindbetalinger)*¹⁰⁵ over for den relativt begrænsede juridiske personkreds, med hvem der kan indgås aftale om multilateral netting efter vphl. § 57, stk. 1, således at man også her skal have §§ 57 a - 57 e, som der kort er redegjort for i pkt. 3.2.1, i erindring.

Direktivets art. 9 skal *især forhindre, at sikkerheder, som er stillet i nettingsystemer i én medlemsstat* (centralen eller systemets hjemland), *omstødes eller tilsidesættes som ugyldig efter konkurslovgivningen i en anden medlemsstat* (fx den fallerede deltagers hjemland). Bestemmelsen regulerer derimod ikke procedurerne for gyldig og ikke-angribelig sikkerhedsstillelse (herunder gennemførelse af sikringsakter fx i form af registrering af overdragelse af værdipapirer), hvilket i stedet som hidtil afgøres i overensstemmelse med *lex rei sitae/lex situs-princippet*,¹⁰⁶ dvs. efter tingsretten i den medlemsstat, hvor sikkerheden er lokaliseret. Denne lokalisering kan det dog med de moderne værdipapirmarkeders mange dematerialiserede værdipapirer være vanskeligt at fastlægge, og derfor præciserer *direktivets art. 9, stk. 2* (gennemført ved vphl. § 57 b, stk. 5), at værdipapiret er lokaliseret dér, hvor værdipapiret er *noteret* i et register, på en konto eller i en værdipapircentral.¹⁰⁷

Den *grænseoverskridende anerkendelse af sikkerheder inden for EU*, som direktivet sigter på at regulere, er gennemført ved vphl. § 57 b, stk. 3, som fastslår, at ikke-omstødelsesbestemmelsen i stk. 1 og straksrealisationsbestemmelsen i stk. 2 uden videre finder anvendelse på sikkerheder stillet i forbindelse med aktiviteter i en central, et system eller en centralbank i udlandet¹⁰⁸ og i overensstemmelse med disse institutioners regler, hvis der er sket anmeldelse til Kommissionen i henhold til finalitydirektivets art. 10.¹⁰⁹ Ligeledes *kan* Finanstilsynet i medfør af § 57 b, stk. 4, godkende aftaler om uomstødelighed og straksrealisation med tilsvarende institutioner i tredjelande,¹¹⁰ hvilket ikke er et krav i direktivet, men bestemmelsen skaber den nødvendige fleksibilitet i tilfælde, hvor danske aktører har aktiviteter i sådanne tredjelande.

Vphl. § 57 b, stk. 1, der er det *insolvensretligt centrale stykke* i § 57 b, har utvivlsomt umiddelbart efter ordlyden det sigte i et vist omfang at *sætte to generelle omstødelsesbestemmelser* - KL § 70, stk. 1, og § 72, stk. 2 - *ud af kraft* i tilfælde af konkurs hos en deltager i et

¹⁰⁴ Baggrunden for og formålet med bestemmelsen er behandlet i pkt. 2.2.2.2.

¹⁰⁵ Det oprindelige materielle anvendelsesområde videreføres ifølge forarbejderne i den nugældende bestemmelse, jf FT 1999-2000 A, s. 3261.

¹⁰⁶ Jf. Arnt Nielsen, s. 622 f.

¹⁰⁷ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3251 og s. 3262 og P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel på det i note 58 anførte sted. Denne international privatretlige regel vil ikke blive behandlet yderligere i dette speciale.

¹⁰⁸ Dvs. et land inden for EU eller et land som EU har indgået aftale med.

¹⁰⁹ Vphl. § 57 b, stk. 3, er altså en parallel til § 57, stk. 2, der er omtalt i pkt. 3.2.1.

¹¹⁰ Dvs. lande uden for EU, som EU ikke har indgået aftale med. Vphl. § 57 b, stk. 4 er altså en parallel til § 57, stk. 3, der kort er omtalt i pkt. 3.2.1.

multilateralt nettingarrangement omfattet af vphl. § 57. Dette er helt indiskutabelt bestemmelsens anvendelsesområde, og det juridisk interessante bliver således især at vurdere, hvilke konsekvenser dette rent faktisk får i tilfælde af konkurs, herunder ikke mindst at konstatere, hvornår der alligevel kan ske omstødelse.

Som nævnt i pkt. 2.2.2.2 ville *KL § 70, stk. 1*, formentlig med udgangspunkt i den såkaldte "*nettometode*" kunne anvendes til at omstøde de *efterfølgende marginindbetalinger*, der for den centrale modpart fungerer som sikkerhed i afviklingsperioden, men *KL § 70* er altså i denne situation sat ud af kraft. I § 57 b, stk. 1, er der imidlertid i nr. 1 og 2 angivet *to tilfælde, hvor omstødelse alligevel kan ske* i disse situationer, nemlig hhv. *hvis sikkerheden ikke er stillet uden unødigt ophold efter at manglen på sikkerhed er opstået* (1) eller *sikkerheden er stillet under sådanne omstændigheder, at den ikke fremstår som ordinær* (2). Når *KL § 70, stk. 1*, således i disse tilfælde alligevel finder anvendelse, må det naturligvis være fristen på 3 måneder i § 70, der er afgørende for, om der kan ske omstødelse.

Ad 1) *KL § 70, stk. 1, 2. led*, fastslår, at selvom der ikke er tale om pant for ældre gældsforpligtelser kan omstødelse alligevel ske, hvis *fornøden sikringsakt* ikke inden for omstødesfristen er foretaget *uden unødigt ophold* efter gældens stiftelse.¹¹¹ Formuleringen i vphl. § 57 b, stk. 1, nr. 1 ligger meget tæt op af denne bestemmelse, når den hjemler omstødelse af de *løbende marginindbetalinger*, hvis disse *ikke er foretaget "uden unødigt ophold" efter manglen på sikkerhed er opstået*. Derved bliver § 57 b, stk. 1, nr. 1, en klar parallel til *KL § 70, stk. 1, 2. led*, som således reelt kan siges *ikke* at være sat ud af kraft i forhold til omstødelse af disse marginindbetalinger, idet den faktiske indbetaling heraf på sikkerhedskontoen hos den centrale part er selve sikringsakten (der kræves således ikke yderligere foranstaltninger, før sikkerheden/marginindbetalingen kan opretholdes også i forhold til indbetalerens kreditorer). Det tidsmæssige kriterium i § 57 b, stk. 1, nr. 1, må således skulle forstås på samme måde, som i § 70, stk. 1, 2. led, således at selv *kortvarige ophold*, der ikke er nødvendiggjort af praktiske forhold ved fremgangsmåden (ekspeditionsgangen), må anses for *unødige*, med den konsekvens at den foretagne marginindbetaling kan omstødes.¹¹²

Det forudsættes i forarbejderne til bestemmelsen i § 57 b, at *den centrale modparts regler eller tilslutningsaftaler fastsætter procedurerne for fremgangsmåden ved sikkerhedsstillelsen*, hvilket skal efterses af Finanstilsynet i forbindelse med den i pkt. 3.2.1 nævnte godkendelse af disse aftaler.¹¹³ Hvis reglerne indeholder sådanne procedurer, der naturligvis skal være helt *objektive og entydige*, så den centrale modpart (eller andre) ikke efter at være blevet bekendt med konkursen eller risikoen for denne kan påvirke fremgangsmåden, og hvis disse rent faktisk overholdes, vil omstødelse af den pågældende indbetaling antageligvist ikke kunne ske. Når Finanstilsynet har godkendt aftalen/reglerne, hvilket må give de involverede parter en berettiget

¹¹¹ Jf. herom bl.a. hos *Munch* s. 473 f.

¹¹² Jf. herom hos *Munch* s. 473.

¹¹³ Jf. FT 1997-98 (2. samling) A, s. 1112 og FT 1999-2000, s. 3261.

formodning om, at de kan anvende den deri beskrevne fremgangsmåde for marginindbetalinger, begrænser kurators opgave sig altså reelt til i tilfælde af konkurs at kontrollere, om reglerne/aftalen rent faktisk er fulgt ved indbetalingen. Da det afgørende ifølge ordlyden er, hvornår den pågældende undersikkerhed, der udløser marginindbetalingen, er *opstået* og ikke konstateret ved en af de løbende opgørelser, må det imidlertid - pga. det strenge tidsmæssige kriterium i vphl. § 57 b, stk. 1, nr. 1 - stille krav til den centrale modpart om *ganske hyppige opgørelser* af, om de enkelte deltagere har en undersikkerhed.

Ad 2) Omstødelse kan tillige ske trods § 57 b, stk. 1, såfremt den pågældende *sikkerhed (marginindbetaling) ikke fremstår som ordinær*. Det har i teorien været diskuteret, om man i KL § 70 kan indfortolke en ordinærreservation, eller om man med andre ord som i KL § 67 alene kan omstøde, såfremt dispositionen fremstår som utilbørlig. Spørgsmålet er indgående behandlet af *Højlund Christensen* s. 55 ff. (med henvisninger), hvor det konkluderes, at man trods den klare ordlyd i § 70 formentligt i visse tilfælde ud fra en formålsfortolkning vil kunne lægge vægt på, om den pågældende disposition kan betragtes som illoyal, idet der tillige henvises til retspraksis, hvor der konkret er foretaget denne ordinærvurdering i forhold til dispositioner ved fakturabelåningsordninger, jf. U 1996.57 H og U 1996.535 H. Men indtil videre er den generelle retsstilling vedrørende ordinærreservationen på § 70's område nok ganske rammende udtrykt af *Werlauff* således, at der måske "ikke generelt kræves påvist illoyalitet mv., for at § 70 kan anvendes, men at der i et grænseområde kan tages hensyn til, om ordningen var et led i en ordinær finansiering".¹¹⁴

Omend der altså generelt er en vis uklarhed om, hvorvidt en disposition er uomstødelig efter § 70, såfremt den fremstår som ordinær, er der ingen tvivl om, at omstødelse af en foretaget marginindbetaling kan finde sted efter § 70, såfremt denne *ikke* fremstår som ordinær, jf. vphl. § 57, stk. 1, nr. 2, jf. KL § 70. Imidlertid fremgår det af forarbejderne, at i hvert fald sikkerheder (marginindbetalinger) foretaget i overensstemmelse med tilslutningsaftalen eller den centrale modparts regler er ordinære, såfremt aftalen/reglen (som tidligere beskrevet) er godkendt af Finanstilsynet. Igen vil en kurators opgave altså primært gå ud på at konstatere, at *reglerne/aftalen er overholdt*.

Hvorvidt en marginindbetaling kan være ordinær, selvom *proceduren i reglerne/aftalen ikke er fulgt*, må vel - på linie med den almindelige ordinærvurdering, der kendes i KL § 67 - bero på en *meget konkret afvejning* af, om der objektivt set er tale om en normal, ikke af konkurstruslen betinget disposition, som almindeligvis foretages af en person/virksomhed i den pågældende situation.¹¹⁵ Hvor *bevisbyrden* efter KL § 67 for at betalingen fremstår som ordinær påhviler betalingsmodtageren, må bevisbyrden imidlertid efter undtagelsen i vphl. § 57 b, stk. 1, nr. 2, påhvile boet, såfremt boet vil bruge ikke-ordinærreglen til at omstøde en marginindbetaling trods den klare hovedregel, der er udstukket i § 57 b, stk. 1. Det må dog nok anføres, at der meget vanskeligt kan tænkes tilfælde, hvor en løbende marginind-

¹¹⁴ Jf U 1999 B. 454.

¹¹⁵ Jf. *Munch* s. 454 ff. og Konkursudvalgets betænkning II, s. 151.

betaling til den centrale modpart, der ifølge aftalen/reglerne ikke har krav på dette, kan fremstå som ordinær og forretningsmæssigt begrundet; ikke mindst fordi dette jo netop forudsættes at være objektivt og endeligt reguleret i aftalen/reglerne.

Ved lovændringen i forbindelse med implementeringen af finalitydirektivet blev ikke-omstødelsesbestemmelsen i § 57 b, stk. 1, udvidet til også at undtage omstødelse efter *KL § 72, stk. 2*, der ellers som udgangspunkt hjemler omstødelse af *andre dispositioner end betaling af gæld*,¹¹⁶ som er foretaget efter fristdagen.¹¹⁷ Dette ville også omfatte indbetaling af sikkerhed - som nævnt i pkt. 2.2.2.2 *både initialbetaling og løbende margin* - til den centrale modpart, hvis dette ikke var undtaget efter vphl. § 57 b, stk. 1. Som ligeledes omtalt i pkt. 2.2.2.2 forekommer dette som en rimelig og acceptabel regel, idet det fjerner det tilfældighedsmoment, der ellers ville præge retstilstanden, ved at de marginindbetalinger, der er foretaget i perioden på 3 måneder før fristdagen, ikke kan omstødes pga. vphl. § 57 b, stk. 1, mens de marginindbetalinger, der er foretaget efter fristdagen i henhold til aftalen/betingelserne, ville kunne omstødes. Bestemmelsen er desuden en forudsætning for, at Danmark fuldt ud opfylder sin forpligtelse til efter finalitydirektivet at sikre, at almindelige marginindbetalinger i enhver henseende er uomstødelige.

KL § 72, stk. 2 er imidlertid en såkaldt subjektiv omstødelsesbestemmelse, således at omstødelse ikke kan ske i tilfælde af god tro hos den, til hvis fordel dispositionen blev foretaget, idet ond tro ved omstødelse skal omfatte dispositionens nødvendighed eller etableringen af fristdagen (jf. 2. pkt.). Det forekommer således umiddelbart uheldigt, at man pga. vphl. § 57 b, stk. 1, ikke kan omstøde marginindbetalinger efter denne bestemmelse, end ikke ved ond tro hos den begunstigede. Men efter ordlyden af vphl. § 57 b finder de to undtagelser i nr. 1 og nr. 2 også anvendelse ved en vurdering af, om der trods § 57 b, stk. 1 skal ske omstødelse efter § 72. Disse undtagelser, der er behandlet oven for, er uændret videreført fra § 57, stk. 4, i 1998-loven, hvor alene ikke-omstødelse efter KL § 70, stk. 1, var omfattet af bestemmelsen (og undtagelsernes formuleringer er således også på linie formuleringerne i KL § 70). Derved skal der altså foretages en mere objektiviseret vurdering af, om omstødelse af marginindbetalinger foretaget efter fristdagen skal omstødes.

Det kan diskuteres, om en marginindbetaling, der - omend den er foretaget i overensstemmelse med tilslutningsaftalen eller den centrale modparts regler - er foretaget efter, at der er etableret fristdag for den indbetalende deltager og efter at den centrale modpart er kommet i ond tro herom, er ikke-ordinær. Men at antage, at det skulle være tilfældet, vil formentligt stride med formålet med vphl. § 57 b, stk. 1, om at sikre uomstødelighed af enhver indbetaling i overensstemmelse med aftalen/reglerne, og med udgangspunkt i den mere objektiviserede

¹¹⁶ Betaling af gæld er reguleret i KL § 72, stk. 1.

¹¹⁷ KL § 72 indeholder nogle undtagelser, der er bl.a. er behandlet af *Munch* s. 486 ff., og som ikke vil blive gjort til genstand for yderligere behandling i dette speciale, da § 72 altså som udgangspunkt ikke finder anvendelse på marginindbetalingerne.

de vurdering, som undtagelserne i § 57 b, stk. 1, nr. 1, og nr. 2, ligger op til, vil dette formentlig ikke være den rigtige konklusion. Selv hvis man antog, at omstødelsesbestemmelsen i KL § 72, stk. 2, umiddelbart var anvendelig, ville omstødelse alligevel kunne være udelukket med henvisning til undtagelsen i stk. 2 om dispositioner, der er nødvendige "til bevarelse af skyldnerens virksomhed".

Som det fremhæves i bestemmelsens forarbejder, er *anvendelsesområdet for § 57 b, stk. 1*, naturligvis begrænset væsentligt derved, at det alene er omstødelse af sikkerhedsstillelse af den i bestemmelsen omhandlede art (ved KL § 70 løbende marginindbetalinger; ved KL § 72 både initialbetalinger og løbende marginindbetalinger over for en central modpart), der ikke kan finde sted. En deltagers konkursbo vil således uden hindring i vphl. kunne rejse omstødelssag mod andre deltagere, der uden om den centrale modpart har modtaget omstødelig betaling (fx med usædvanligt betalingsmiddel eller før normal betalingstid) eller sikkerhed for gammel gæld på anden måde end ved marginindbetaling fra skyldneren for hans eventuelle gæld fra værdipapirhandlen, såfremt dette er sket inden for omstødelssesfristen.¹¹⁸

Det *overordnede formål med en konkurs* er grundlæggende at foretage en *ligelig og forholdsmæssigt fordeling af fallentens aktiver på alle hans kreditorer*,¹¹⁹ idet denne grundtanke dog *fraviges ved konkursordenen* i KL kap. 10, der ud fra rimelighedsbetragtninger og politiske afvejninger forfordeler visse kreditorer i §§ 93-96 og efterfordeler andre kreditorer efter § 98. Men bortset herfra er grundtanken med konkursen altså dette lighedsprincip, hvilket som udgangspunkt indtræder ved konkursdekretets afsigelse, idet det dog føres tilbage i tiden i overensstemmelse med de omstødelssesfrister, der er angivet i de enkelte omstødelssesbestemmelser i KL kap. 8. Som udtrykt af *Werlauff* gør vphl. § 57 b, stk. 1, "*unægteligt et dybt indgreb i vort almindelige omstødelssesinstitut*",¹²⁰ og derved berøres altså også lighedsprincippet og hele den grundtanke, der ligger bag at tage en skyldner under konkursbehandling. Som nævnt i pkt. 2.2.2.2 har lovgiver imidlertid anført en række *tungtvejende samfundsmæssige hensyn* som begrundelse herfor.

Som med § 57, stk. 1, må man dog også her fremhæve, at fravigelsen fra KL § 70, stk. 1, 1. led - pga. det anførte indgreb i grundprincipperne for at gennemføre en konkurs - *kun* forekommer acceptabel pga. reglens begrænsede anvendelsesområde; altså fordi det *alene* knytter sig til sikkerhedsstillelse i forbindelse med *handel med værdipapirer*, fordi det *alene* kan forekomme med sikkerhedsstillelse over for de i § 57 b *nævnte centrale modparter*, for hvem det er helt afgørende at få uomstødelige sikkerhed, fordi der i bestemmelsen er forbeholdt domstolene ret til at *omstøde* i øvrigt uomstødelige dispositioner, såfremt de *ikke fremstår som ordinære*, og fordi Finanstilsynet er tillagt en egentlig *tilsynsfunktion* på området. Når man først har ac-

¹¹⁸ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3261 og på linie hermed også FT 1997-98 (2. samling) A, s. 1112. Muligheden for i øvrigt at gennemføre omstødelse er yderligere behandlet i pkt. 3.3.

¹¹⁹ Jf. om lighedsprincippet bl.a. på de i note 33 anførte steder.

¹²⁰ Jf. *Werlauff*'s. 135.

cepteret dette, forekommer det til gengæld mindre betænkeligt at anerkende behovet for at udvide § 57 b, stk. 1, til også at undtage omstødelse efter KL § 72, stk. 2, af tilsvarende sikkerhedsstillelser foretaget *efter fristdagen* (typisk i betalingsstandsningsperioden), selvom vurderingen efter undtagelserne efter vphl. § 57 b, stk. 1, af, om der bør ske omstødelse efter denne subjektive omstødelhedsbestemmelse i KL, bliver mere objektiviseret. Men dette fjerner i det mindste det tidligere nævnte tilfældighedspræg, der ellers var over retstilstanden.

Det må til gengæld afslutningsvist bemærkes, at vphl. § 57 b, stk. 1 - ganske bemærkelsesværdigt og i strid med formålet med direktivet - ikke gør fuldstændigt op med de bestemmelser i KL, som hjemler omstødelse af de her omtalte sikkerhedsstillelser. Der ses således stadig ikke at være noget til hinder for trods nettingreglerne at anvende generalklausulen i KL § 74 til at omstøde sådanne sikkerheder, hvis betingelserne i denne bestemmelse i øvrigt er opfyldt.

3.2.3. *Bilateral netting*

Bilateral netting er som nævnt reguleret i vphl. § 58, der ifølge ordlyden *omfatter enhver aftale om netting* af fordringer mellem de to aftalparter indbyrdes, såfremt disse fordringer er opstået i forbindelse med *handel med valuta og handel med værdipapirer* omfattet af vphl. Ifølge forarbejderne til den oprindelige § 58, finder bestemmelsen anvendelse på *alle fysiske og juridiske personer*,¹²¹ idet der (modsat § 57) ikke med bestemmelsen er tilsigtet en indskrænkning af den juridiske personkreds, med hvem der kan indgås aftaler om bilateral netting. Det fremgår endvidere af *forarbejderne*, at § 58 ved *handel med værdipapirer* finder anvendelse på en række børs-tekniske instrumenter,¹²² herunder ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter.¹²³ Imidlertid er pengemarkedsinstrumenter kun omfattet af vphl., såfremt de er optaget til notering på en fondsbørs, jf. vphl. § 2, stk. 1, nr. 5, og det fremgår udtrykkeligt af *ordlyden* i § 58, at den alene gælder for værdipapirer omfattet af vphl. Det er på denne baggrund yderst tvivlsomt, om den nævnte bemærkning i forarbejderne kan medføre, at ikke-børsnoterede pengemarkedsinstrumenter i strid med den klare ordlyd skal være omfattet af § 58, ikke mindst da reglerne om bilateral netting er udtryk for nogle ganske vidtgående indgreb i forhold til det grundlæggende insolvensretlige lighedsprincip (jf. umiddelbart nedenfor), hvilket - ud over at det skal være velbegrundet - alene må kunne forekomme ved en klar og utvivlsom lovhjemmel. Ved *handel med valuta* fremhæver forarbejderne bl.a., at også valutaterminforretninger er omfattet af bestemmelsen.¹²⁴ Det forudsættes i alle tilfælde også her, at parterne i nettingaftalen på forhånd fastsætter principperne for *kursfastsættelsen*. Som nævnt i pkt. 3.2.1 kritiserer *P. F. Hansen*

¹²¹ Jf. FT 1995-96 A, s. 2014.

¹²² Der henvises til eksemplificeringen i forarbejderne, jf. FT 1995-96 A, s. 2014.

¹²³ Ved pengemarkedsinstrument forstås et instrument, der normalt omsættes på pengemarkedet.

¹²⁴ Dvs. en bindende aftale mellem en virksomhed og en bank om køb eller salg af et beløb i én valuta mod betaling i en anden valuta på eller inden en bestemt dato.

og A. K. Schön i Finansfokus 1995.20, at loven ikke tager nærmere stilling til tidspunktet for kursfastsættelsen. Denne kritik forekommer mere velbegrunder ved bilateral netting end ved multilateral netting, idet det her ikke er et krav, at aftalen på forhånd skal kontrolleres og godkendes af Finanstilsynet, hvorved objektiviteten kunne sikres, jf. nedenfor.

Sammenfattende vil § 58 ifølge de oprindelige forarbejder især få betydning i et *relativ begrænset antal tilfælde* inden for området for ikke-kontantbaserede handler. Dette begrænsede anvendelsesområde kan imidlertid *ikke* umiddelbart udledes af bestemmelsens ordlyd. Formuleringen af § 58 er senere blevet ændret, så den svarer til den tilsvarende ændrede formuleringer i § 57, men som nævnt under pkt. 2.2.2.3 er der ikke derved tilsigtet nogen realitetsændring af § 58, ej heller for så vidt angår anvendelsesområdet. Ændringen har derimod været med til at fjerne den usikkerhed, der tidligere kunne være om, *hvilke nettingformer* bestemmelsen omfatter. Den vil således nu ifølge ordlyden utvivlsomt både omfatte *netting løbende ved handlen* og *netting ved slutafregning* i tilfælde af en parts misligholdelse og insolvens, idet det sidste udtrykkeligt skal fremgå af aftalen.¹²⁵ Derimod tillader ordlyden i § 58 ikke, at parterne med virkning for boet aftaler, at fordringer tilbageføres i sin helhed i tilfælde af en parts insolvens, hvilket der ved multilateral netting er hjemmel til i vphl. § 57, stk. 5.¹²⁶

I modsætning til vphl. § 57-57 e finder § 58 ifølge ordlyden også - ud over ved de almindelige insolvenssituationer - anvendelse, såfremt *en af parterne afgår ved døden*, hvilket i de oprindelige forarbejder er begrundet med, at dele af konkursloven tillige finder anvendelse på dødsboer.¹²⁷ Når man først har anerkendt behovet for regler om bilateral netting, må dette som nævnt i pkt. 2.3.1 betragtes som en ganske acceptabelt og velbegrunder konsekvens af reglerne.

Den *endelige hjemmel* for bilateral nettings/slutafregnings gennemførelse med retsvirkning over for boet selv i tilfælde af den ene parts insolvens er - som ved multilateral netting - *aftalen mellem de to involverede parter*.

Som nævnt i pkt. 3.2.1 kan multilateral netting kun omfatte *samtlige anmeldte fordringer*, således at en aftale om "partiel netting" ikke er mulig. Dette gælder på tilsvarende måde ved bilateral netting, hvor vilkåret om netting i aftalen om handel med valuta og værdipapirer ifølge ordlyden af § 58 også alene kan vedrøre *samtlige de af aftalen omfattede fordringer*. Man vil imidlertid ofte kunne forestille sig, at parterne, der fx har indgået en rammeaftale, som indeholder vilkår om bilateral netting som hjemlet i § 58, også under denne rammeaftale vil have andre gensidige fordringer, end dem der udspringer af handlen med valuta og værdipapirer, eller at en privat part vil have fordringer på og forpligtelser over for flere filialer/afdelinger i samme kreditinstitut eller lignende, hvilket ville kunne skabe *tvivl i relation til § 58's betingelse om, at netting skal finde sted med samtlige fordringer*

¹²⁵ Jf. FT 1999-2000 A, s. 3263. Jf. også nærmere hos M. Seiffert i R&R 1997.32 ff.

¹²⁶ Jf. også herom hos P. F. Hansen og A. K. Schön i Finansfokus 1995.20.

¹²⁷ Jf. FT 1995-96 A, s. 2014.

mellem de konkrete to parter. Dette vil ikke være tilfældet ved multilateral netting, hvor den juridiske personkreds, der kan optræde som central modpart er klart afgrænset, og hvor det netop er forudsat, at nettingen kan finde sted mellem et større antal deltagere. Spørgsmålet er bl.a. behandlet af *M. Seiffert* i R&R 1997.33 f., der - trods det uhensigtsmæssige i, at man ikke kan aftale partiel netting - med henvisning til den klare ordlyd af § 58 og lovforarbejdernes manglende forklaring af udtrykket "samtlige" og formålet hermed, formentligt med rette konkluderer, at en bilateral nettingaftale ikke får retsvirkning som tilsigtet, hvis ikke samtlige fordringer mellem parterne udspringer af handel med valuta og værdipapirer (man vil således i modsat fald kunne gennemføre netting, med den begrænsede del af parternes gensidige fordringer blandt flere i arrangementet, som rent faktisk udspringer af handel med valuta og værdipapirer omfattet af vphl.). Denne begrænsning ses i øvrigt ikke umiddelbart at kunne udledes af det foreløbige forslag til collateraldirektivet,¹²⁸ hvorved der er risiko for, at en part - fx et pengeinstitut - vil kunne påberåbe sig nettingaftalen i forhold til modpartens - fx. en klients - konkursbo, og anvende denne til at nette (modregne) samtlige fordringer mellem parterne, blot én enkelt af disse vedrører handel med valuta og værdipapirer. Dette forekommer ganske uhensigtsmæssigt og kan næppe være sigtet med reglerne, men det er altså endnu også tvivlsomt, hvorledes direktivet vil komme til at se ud i den endelige udformning, og hvilken fleksibilitet det giver medlemsstaterne vedrørende den konkrete implementering.

I tilfælde af *insolvens* indebærer også en bilateral nettingaftale, der opfylder betingelserne i § 58, at boet må respektere netting af de aftaler om handel med valuta og værdipapirer, som skyldneren har indgået med medkontrahenten på nettingaftalen før konkursen, og kurator kan således ej heller her blot udvælge de for skyldneren gevinstgivende aftaler og *indtræde* i disse, som den diskretionære kompetence i KL § 55, stk. 1 ellers i andre tilfælde ville give adgang til. Ligeledes må kurator til trods for KL § 42 acceptere den *modregning* der finder sted mellem de to parter i form af slutafregningen i forbindelse med insolvensens indtræden, selvom der ikke nødvendigvis foreligger udjævnighed, hvilket normalt er en forudsætning for modregning (derimod vil gensidighedsbetingelsen i modsætning til ved § 57 altid være opfyldt ved bilateral netting). Herved imødegås den risiko for skyldnerens medkontrahent ved handel med valuta og værdipapirer, at boet alene ville indtræde i de aftaler, blandt den i øvrigt større gruppe tæt sammenhængende aftaler, der er gevinstgivende for skyldneren, uden at medkontrahenten altid ville kunne gennemføre modregning, fordi udjævnighedsbetingelsen i mange tilfælde ikke vil være opfyldt.

Omend § 58 alene omfatter fordringer mellem to parter og derved er mindre vidtgående end § 57, griber reglerne om bilateral netting altså i et vist omfang ind og *fraviger de samme insolvensretlige*

¹²⁸ Jf. Europaparlamentets og Rådets forslag af 27. marts 2001, KOM(2001) 168, 2001/0086 (COD), der er omtalt yderligere nedenfor. Se også *Aktuelt notat om collateraldirektivet*.

kerneområder, som tilfældet er med multilateral netting.¹²⁹ Imidlertid er reglerne om bilateral netting - formentligt fordi de modsat reglerne om multilateral ikke er direktivstyret - samlet i blot én relativt kortfattet bestemmelse i vphl. kap. 18. Der ses således ikke ved bilateral netting (hverken efter ordlyden eller i forarbejderne) at være krav om indsendelse af parternes aftale om netting, således at der *ikke findes noget kontrolorgan*, som på forhånd sikrer sig aftalens objektivitet og overensstemmelse med reglerne i øvrigt. Ved multilateral netting har Finanstilsynet denne beføjelse i henhold til § 57, stk. 4, idet objektivitetskriteriet kan udledes af stk. 5. Denne tilsynsfunktion ved multilateral netting får som nævnt i afsnit 3.2.1 karakter af en slags sikringsakt, hvilket er hensigtsmæssigt, hvor parterne indgår aftaler, som umiddelbart forringer retsstillingen for boet og dets kreditorer. Denne sikring for kreditorerne/boet - fx mod antedatering af aftalen om bilateral netting - findes altså ikke på området for vphl. § 58, hvilket umiddelbart må siges at være betænkeligt, ikke mindst da der ikke er nogen begrænsning i, hvilken juridisk personkreds, der kan indgå aftaler om bilateral netting, som griber ind i det insolvensretlige ligelighedsprincip, og da § 58 kun i begrænset omfang stiller krav til nettingaftalens udformning og indhold. Kreditorerne har således i tilfælde af insolvens alene skyldnerens og den ofte af nettingaftalen begunstigede modparts ord for, at nettingaftalen var indgået før konkursens indtræden. Dette er således i modsætning til ved stiftelse af panterrettigheder i almindelighed, hvor der altid kræves iagttagelse af en eller anden form for sikringsakt, men det må dog samtidigt fremhæves, at boets retsstilling ikke er dårligere, end hvor det må acceptere traditionel modregning (som dog kun kan ske med udjævnelige fordringer), idet man her også alene har skyldnerens og modpartens ord for fordringernes eksistens, og for at de stod over for hinanden ved konkursens indtræden.

Som nævnt oven for er der nye regler om bilateral netting på vej i EU-regi i form af det såkaldte *collateraldirektiv*,¹³⁰ som imidlertid indtil videre kun foreligger i et foreløbigt udkast, således at der kan forventes visse ændringer inden den endelige vedtagelse. I den nuværende form anfører Kommissionen 5 hovedmålsætninger hermed: a) Overordnet etableringen af *fælles effektive og enkle ordninger for sikkerhedsstillelse* i form af overdragelse af ejendomsret (herunder såkaldte repo'er) eller pantsætning (i mere traditionel forstand).¹³¹ b) Indførelse af regler til *begrænsning af de administrative byrder ved sikkerhedsstillelse* på de finansielle markeder, jf. forslaget art. 4-5.¹³² c) Etableringen af en *vis beskyttelse af aftaler om sikkerhedsstillelse*

¹²⁹ For en gennemgang af de relevante insolvensretlige regler, henvises der til afsnit 3.2.1, hvor disse i vid omfang behandles i forbindelse med vurderingen af de multilaterale nettingreglers insolvensretlige betydning, som naturligvis i høj grad svarer til konsekvenserne ved bilateral netting, blot med et multilateralt aspekt.

¹³⁰ Jf. de i note 128 anførte steder, hvortil der generelt henvises vedrørende det her anførte om direktivforslaget. Collateraldirektivet, som indtil videre forventes at skulle være implementeret i medlemsstaterne ved udgangen af 2004, jf. forslaget art. 13, ses af Kommissionen som en naturlig forlængelse af reglerne i finalitetsdirektivet.

¹³¹ Jf. forslaget prækambel, betragtning 3 og 13.

¹³² Jf. forslaget prækambel, betragtning 6-7 og 12.

mod regler i insolvenslovgivningen (især dem, der kunne være til hinder for realiseringen af sikkerheden eller kunne tilsidesætte gyldigheden af aftaler om close out-netting (slutafregning), tilvejebringelse af supplerende sikkerheder og substitution af sikkerhed, jf. forslaget art. 5 og 8-9.¹³³ d) Indførelse af en *lovvalgsregel* svarende til bestemmelsen i finalitydirektivets art. 9, stk. 2 (vphl. § 57 b, stk. 5, omtalt kort i pkt. 2.3.2.2), jf. forslaget art. 10.¹³⁴ e) Indførelse af regler, der *tillader aftaler, ifølge hvilke sikkerhedshaver har ret til at genbruge de stillede sikkerheder* til andre formål, jf. forslaget art. 6.

Disse målsætninger i direktivforslaget svarer i høj grad til anbefalingerne i en rapport fra en ekspertgruppe hos ISDA (International Swap and Derivatives Association, Inc.) fra marts 2000.¹³⁵ Reglerne er i vidt omfang udformet som en parallel til reglerne om multilateral netting i finalitydirektivet, og da Danmark allerede har indført en regel i vphl. § 58, der anerkender bilaterale nettingaftaler, og da denne er formuleret på linie med reglerne om multilateral netting, som opfylder finalitydirektivet, vil dette formentlig ikke medføre store materielle ændringer af reglerne i dansk ret. Det kan dog forventes som en naturlig konsekvens af direktivet, at der skal foretages visse internationalt privatretlige, tekniske og administrative tilføjelser til reglerne på samme måde som ved ændringen af reglerne om multilateral netting i 2000, jf. pkt. 2.2.2.3.

Det mest revolutionerende ved direktivet set i forhold til dansk være, at der også ved bilateral netting indføres en ganske bred ikke-omstødelseregel svarende til den, der gælder i vphl. § 57 b, stk. 1 ved multilateral netting, som skal omhandle enhver form for finansiel sikkerhedsstillelse (blot den er defineret i nettingaftalen) for enhver form for fremtidig, betinget eller potentiel forpligtelse (herunder evt. ifølge aftalen alene dele af parternes mellemværende). Som nævnt er det imidlertid endnu for tidligt at fastslå, hvilken rækkevidde, direktivet i sin endelige skikkelse vil få. Forslaget ligger dog op til et ganske vidt anvendelsesområde, idet det skal gælde for bilaterale aftaler mellem to parter, hvoraf én af dem skal være en institution omfattet af finalitydirektivet, en offentlig myndighed, en centralbank eller en finansiel institution underlagt tilsyn (fx et pengeinstitut).

Det må anføres, at det generelt er insolvensretligt ønskværdigt, at man med disse regler, der vil gøre yderligere indgreb på området for det insolvensretlige lighedsprincip, forsøger at sigte mod et relativt snævert anvendelsesområde. Ligeledes må det klart ud fra en insolvensretlig vinkel anbefales, at man ikke - som omtalt s. 35 - ved vedtagelsen af collateraldirektivet indfører en ordning, som betyder, at bilateral netting i tilfælde af en parts insolvens kan gennemføres mellem to parter med alle deres indbyrdes fordringer, blot én af disse vedrører handel med valuta eller værdipapirer. Dette vil således åbenlyst

¹³³ Jf. forslaget præambel, betragtning 4, 7 og 9-11.

¹³⁴ Jf. forslaget præambel, betragtning 5 og 8.

¹³⁵ Jf. især pkt. 4 i rapporten "*Collateral Arrangements in the European Markets - The Need for National Law Reform*", marts 2000 fra ISDA's Collateral Law Reform Group. I litteraturfortegnelsen er der henvist til, hvor denne rapport kan ses på internettet.

åbne op for misbrug af reglerne, fx ved at et pengeinstitut udnytter sin notorisk stærke position i retsforholdet til at "gennemtvinge" en nettingaftale med sin klient, hvorefter der stiftes én enkelt fordring mellem parterne vedrørende handel med valuta eller værdipapirer, således at samtlige deres indbyrdes fordringer nu ville kunne nettes i tilfælde af modpartens insolvens. Dette vil give pengeinstituttet en urimelig mulighed for i tilfælde af partens konkurs at få fuld dækning for sine fordringer på de øvrige kreditorens bekostning, så langt nettingmuligheden rækker, uden at arrangementet har skabt nævneværdige komplikationer for parten/klienten før konkursen. Ved en justering af reglerne om bilateral netting som følge af collateraldirektivet, vil man jo i øvrigt i Danmark også have en naturlig anledning til at indføre et system til kontrol med de bilaterale nettingaftalers indgåelse og indhold, hvilket som nævnt hidtil har manglet.

3.3. Praktisk fremgangsmåde, tidsmæssige betingelser og insolvensretlige konsekvenser heraf

Som det er fremgået, bliver nettinginstituttet primært juridisk interessant, når én af de involverede parter rammes af insolvens, hvor boet og dets kreditorer må acceptere de af skyldnerens aftaler, der opfylder betingelserne i vphl. kap. 18, således at endnu ikke cleared og afviklede fordringer, trods insolvensens indtræden cleares og afvikles som forudsat under alle omstændigheder ("*netting by closeout*"/*slutafregning*). Det fremgår af § 57, stk. 5, at der ved *multilateral netting* i stedet kan være aftalt *tilbageførsel* af de anmeldte, men endnu ikke afviklede/opfyldte fordringer, hvorved den insolvente part ifølge forarbejderne slet ikke omfattes af nettingen, således at de anmeldte fordringer ikke opfyldes.¹³⁶ Der har et enkelte sted i teorien været udtrykt tvivl om, hvorledes dette skal forstås i forhold til bestemmelsens ordlyd (der taler om "anmeldte...fordringer", og ikke "af skyldneren anmeldte...fordringer"),¹³⁷ men det korrekte må formentligt være, at det kun er de fordringer, der er stiftet mellem den insolvente part og de øvrige deltagere (ikke samtlige fordringer i arrangementet), som tilbageføres, idet det vil stride med formålet med bestemmelsen at indstille clearing og afviklingen af alle fordringer i systemet, blot fordi én part rammes af insolvens. *Netting uden for insolvenssituationen* er til gengæld alene et praktisk redskab til afviklingen af parternes gensidige forpligtelser, som ikke vil blive gjort til genstand for yderligere behandling her.

Formålet med vphl. § 57 er som bekendt grundlæggende at sikre, at centralen eller systemet i overensstemmelse med den før konkursen indgåede aftale uhindret kan gennemføre clearing og afviklingen af de fordringer, der er anmeldt før konkursen, selvom dette først sker efter konkursens indtræden. Konkursboet/kreditorerne kan med andre ord ikke gøre indsigelse mod den mellem skyldneren og den centrale modpart indgåede aftale om at nette eller tilbageføre fordringerne i tilfælde af insolvens, og boet må således acceptere nettingen fuldt ud, selvom dets retsstilling derved forringes. På trods af

¹³⁶ Jf. FT 1995-96 A, s. 2013.

¹³⁷ Jf. P. F. Hansen og A. K. Schön i Finansfokus 1995.20.

konkursen bliver resultatet altså for skyldneren alene en nettoforpligtelse eller en nettofordring, som hhv. belaster boet som en simpel fordring efter KL § 97 eller indgår i boet som et aktiv i konkursmassen efter KL § 32, der anvendes til fyldestgørelse af boets kreditorer i overensstemmelse med KL's regler herom. Herved kommer den insolvente parts betalingsvanskeligheder og siden urådighed ikke til at influere på afviklingen i nettingsystemet, idet man ikke skal respektere et bos påstand om, at samtlige en skyldners forpligtelser enkeltvis kun skal dækkes som et simpelt krav i boet efter KL § 97, mens alle fordringerne gøres fuld ud gældende, eller at de pågældende forpligtelser pga. de almindelige principper om modregning ikke kan bruges til at udligne hinanden til en nettoforpligtelse. Ligeledes behøver man pga. § 57 b ikke at frygte for omstødelse af de løbende sikkerhedsstillelser (det er dog muligt efter KL § 74). Den centrale modpart kan derfor uden videre og i overensstemmelsen med sin forpligtelse over for de øvrige deltagere anvende de indkomne betalinger til fuldt ud at fyldestgøre disse, således at den ene parts økonomiske vanskeligheder ikke spredes til de - ofte mange - øvrige deltagere, som den "domino-effekt", man netop med reglerne sigter på at hindre.

Ordlyden af § 57, stk. 1, er forholdsvist uklar på punktet om de *tidsmæssige krav* til anmeldelsen af de fordringer, der skal nettes i tilfælde af konkurs, idet det blot fastslås, at hvis der er indgået en af bestemmelsen omfattet aftale om netting, kan den indeholde et for boet bindende vilkår om, at den skal opretholdes i tilfælde af insolvens. Det forekommer noget u hensigtsmæssigt, at § 57 eller en af de følgende bestemmelser - trods den i øvrigt meget detaljerede regulering af multilateral netting - ikke direkte tager stilling til dette centrale spørgsmål om de tidsmæssige betingelser, idet retsstillingen herved alene kan udledes vha. en fortolkning af forarbejderne til vphl. kap. 18 og det bagvedliggende direktiv sammenholdt med den almindelige insolvensret, som ikke er udformet med henblik på regulering af det specielle retsforhold, som et nettingarrangement er.

Udgangspunktet for vurderingen af de tidsmæssige krav tages her i de *oprindelige forarbejder*, der udgør fundamentet for nettinstituttets etablering, som det kendes i Danmark i dag. Ifølge disse vil centralen eller systemet i insolvenssituationen kunne gennemføre den aftalte multilaterale netting uden hensyn til den indtrådte konkurs mv., såfremt blot de omhandlede fordringer *før konkursens indtræden* (1) er *anmeldt til centralen eller systemet* (2) *inden for den sædvanlige afviklingsperiode* (3).¹³⁸ Den manglende klarhed som følge af ordlydens tavshed om disse spørgsmål, giver anledning til at knytte visse supplerende kommentarer til de nævnte betingelser, som de oprindelige forarbejderne fremhæver, idet de dog til dels er blevet præciseret væsentligt i forarbejderne til lovændringen i 2000.¹³⁹

Ad (2) Det kræves for det første, at fordringerne skal være *anmeldt* før konkursen. I finalitydirektivets art. 3 og forarbejderne til ændringen af § 57 i 2000 bruges udtrykket, at "*overførselsordrene*

¹³⁸ Jf. FT 1995-96, s. 2013.

¹³⁹ Jf. FT 1999-2000, s. 3259. Det er denne side, der i det følgende henvises til, når forarbejderne fra 2000 nævnes.

skal være indgået...", hvilket nu også genfindes i vphl. § 57 c, nr. 1, der som nævnt afslutningsvist i pkt. 3.2.1 implementerer art. 3, stk. 3, ved at fastslå, at det *overlades til det enkelte system mv. at fastsætte dette tidspunkt* i sine regler eller tilslutningsaftale. Idet det må være forudsat, at dette sker entydigt og objektivt, skal det altså klart fremgå af aftalen/reglerne, hvornår fordringen anses for endeligt anmeldt/indgået.

Ad (1) Overførslen skal dernæst være indgået (fordringen skal være anmeldt) *før konkursens indtræden*, hvilket umiddelbart må forstås som tidspunktet for konkursdekretets afsigelse, hvor en række af de væsentligste retsvirkninger som følge af konkursen - herunder skyldnerens urådighed efter KL § 29 og (som udgangspunkt) afgrænsningen af konkursmassen efter § 32 samt konkurskreditorerne efter KL § 38 - endeligt indtræder. Dette er således også i forarbejderne fra 1995 anført som det relevante skæringstidspunkt. Direktivets art. 3, stk. 1, og forarbejderne fra 2000 bruger i denne sammenhæng udtrykket, at overførselsordrene skal være indgået "*inden tidspunktet for konkursens indledning*", og dette tidspunkt er i art. 6, stk. 1, nærmere defineret som det tidspunkt, hvor den kompetente retslige eller administrative myndighed træffer afgørelse herom, hvilket også utvivlsomt i dansk ret i tilfældet af konkurs må forstås som tidspunktet for konkursdekretets afsigelse (ved de øvrige insolvenssituationer er det betalingsstandsningens anmeldelse og åbning af tvangsakkord).¹⁴⁰

Det er netop også et almindeligt princip i dansk ret som reguleret i KL 29, at som udgangspunkt (med forbehold for omstødeligheden) har kun dispositioner foretaget af eller rettet mod skyldneren frem til klokkeslættet for dekretets afsigelse betydning for konkursboet, og man har derfor formentligt - om end forarbejderne er tavse herom - ikke har fundet det nødvendigt at fremhæve dette i vphl. § 57 eller en af de følgende bestemmelser. Direktivets art. 3, stk. 1, er imidlertid blot en *hovedregel*, idet art 3, stk. 2, fastslår, at hvis overførselsordrer *undtagelsesvist* indgår efter tidspunktet for insolvensbehandlings indledning og *udføres på selve dagen* herfor, kan de opretholdes i forhold til tredjemand, såfremt tredjemand (den centrale modpart) godtgør, at man ikke var eller burde være vidende om indledningen af insolvensbehandlingen (det traditionelle god tros-begreb i dansk ret). Reglen er formentligt et udslag af en erkendelse af, at det trods etableringen af notifikationsprocedurer vil tage noget tid at få udbredt kendskabet til insolvens hos én part til alle centraler og systemer i EU, så de kan indstille transaktionerne til og fra denne deltager, hvilket kunne medføre uklarhed om den juridiske holdbarhed for netting ved grænseoverskridende deltagelse.¹⁴¹ Ej heller dette er imidlertid reguleret i vphl. kap. 18, men det fremgår dog af KL § 30, stk. 1, 2. pkt. at fra dekretets afsigelse og frem til udløbet af det døgn, hvor konkursen bekendtgøres i Statstidende, kan skyldnerens urådighed efter KL § 29 alene påberåbes over for en tredjemand i ond tro. Perioden, inden for hvilken boet efter dansk ret må acceptere dispositioner med godtroende tredjemænd, er således længere end efter direktivet, der kræver at

¹⁴⁰ Dette er i overensstemmelse med *Krøger Andersen og Nis Jul Clausen*, s. 121.

¹⁴¹ Jf. *P.M. Restelli-Nielsen og U. Sterkel* på det i note 58 anførte sted.

overførselsordren skal gennemføres på selve dagen for insolvensbehandlingens indledning (dekretets afsigelse), for at blive opretholdt, mens der altså i Danmark typisk vil gå lidt længere tid, før døgnet for dekretets bekendtgørelse i Statstidende er udløbet,¹⁴² og først fra dette tidspunkt vinder en tredjemand i god tro ikke længere ret ved dispositioner med skyldneren, jf. KL § 30, stk. 1, 1. pkt. Det kan imidlertid ikke antages at være EU-retligt problematisk, at man efter dansk ret med de generelle konkursretlige regler opretholder beskyttelsen af nettingarrangementerne og nettingens gennemførelse tidsmæssigt i lidt videre omfang end efter direktivet, idet de systemiske risici jo herved begrænses yderligere, hvilket netop harmonerer med det grundlæggende formål med direktivet, der må antages alene at indeholde mindstekravene til beskyttelsen af de multilaterale nettingsystemer.

Selvom det i sidste instans er de øvrige deltagere, der opnår fordele ved, at nettingen trods konkursen mv. faktisk gennemføres (deres risici formindskes), må det korrekte også efter dansk ret være, at den gode tro kræves hos den centrale modpart og ikke nødvendigvis de øvrige deltagere, idet det er den centrale modpart, som efter aftale med samtlige deltagere gennemfører nettingen og på grundlag af de indgåede tilslutningsaftaler har påtaget sig risikoen herfor. Det fremgår imidlertid af formuleringen af direktivets art. 3, stk. 2, at beviset for den gode tro skal føres af tredjemand (den centrale modpart), hvorimod det efter KL § 30, stk. 1, 2. pkt., er boet, der skal føre bevis for ond tro.¹⁴³ Også på dette punkt får den centrale modpart altså en bedre retsstilling efter dansk ret end efter direktivet, idet man er processuelt bedre stillet, men igen må det på linie med det oven for anførte bemærkes, at i lyset af formålet med direktivet er dette ikke betænkeligt i forhold til Danmarks EU-retlige forpligtelser, idet risikoen for, at nettingen ikke kan fastholdes, bliver mindre

Ad (3) Endeligt skal fordringen ifølge de oprindelige forarbejder være anmeldt *inden for den sædvanlige afviklingsperiode* (normalt 3 børsdage).¹⁴⁴ Dermed tilkendegives det altså, at forløbet skal fremstå som ordinært (sædvanligt), hvis det skal fastholdes, at netting kan gennemføres/opretholdes i tilfælde af konkurs. I modsat fald vil nettingreglerne ikke kunne anvendes, og såfremt netting er gennemført inden for de relevante omstødelsesfrister, kan omstødelse af denne udligningen af fordringerne komme på tale. Dette kunne i første omgang give anledning til at overveje KL § 67, stk. 1, 1. led, om betaling med usædvanlige betalingsmidler, såfremt betalingen ikke fremstår som ordinær (eller § 72 ved dispositioner foretaget efter fristdagen).¹⁴⁵ Udligningen af modpartens fordring med skyldnerens fordring, på hvilken modparten har fået unødigt kredit, da den ikke er afviklet inden for

¹⁴² Ifølge KL § 109, stk. 1, skal bekendtgørelse om konkurs indrykkes i Statstidende af skifteretten straks, hvilket vil sige, at skifteretten bør afsende meddelelsen samme dag, som dekretet afsiges, jf. *Munch* s. 616, således at konkursen kan bekendtgøres i Statstidende hurtigst muligt derefter.

¹⁴³ Jf. *Munch* s. 259.

¹⁴⁴ Jf. *Krüger Andersen og Nis Jul Clausen*, s. 121.

¹⁴⁵ Her er KL § 72, stk. 2, jo efter vphl. § 57 b, stk. 1, alene sat ud af funktion i forhold til omstødelse af sikkerhed (marginindbetaling) stillet over for den centrale modpart, jf. pkt. 3.2.2.

normal afviklingsperiode, skulle så kunne betragtes som betaling med usædvanligt betalingsmiddel.¹⁴⁶ Men selvom netting er en ganske speciel form for modregning, der er konstrueret særligt til behovet på værdipapirhandelsmarkedet, hvor almindelige modregningsprincipper i vid omfang er tilsidesat ved aftalen og med hjemmel i loven, hvilket Konkursudvalget ikke har haft mulighed for at tage hensyn til (og givetvis aldrig har forestillet sig ved udarbejdelse af Betænkning II fra 1971), må man formentligt - i mangel af fortolkningsdata, der trækker i modsat retning - holde fast i det af Konkursudvalget anførte om, at modregning ikke i sig selv er et usædvanligt betalingsmiddel.¹⁴⁷ Derimod ses der ikke umiddelbart at være noget til hinder for at omstøde netting, der gennemføres med fordringer anmeldt på usædvanlig vis, som utilbørlig kreditorbegunstigelse efter generalklausulen i KL § 74, såfremt betingelserne heri i øvrigt er opfyldt.

Et krav til dispositionens ordinære karakter genfindes ikke i finalitydirektivet eller i forarbejderne fra 2000, men det fastslås til gengæld i betragtning 13 i direktivets præambel, at nettingreglerne ikke skal være til hinder for, at en deltager eller tredjepart (incl. et konkursbo) påberåber sig *omstødesreglerne i forhold til den underliggende transaktion* (i forarbejderne fra 2000 benævnt *de enkelte betalinger*), blot der ikke derved sker tilbageførsel af netting eller tilbagekaldelse af en overførselsordre. Selvom det blot fremgår af præambelen og ikke direkte er angivet i direktivet, tillades altså omstødelse på almindelig vis, blot det ikke griber "forstyrrende" ind i den planlagte eller gennemførte netting. Der findes ikke umiddelbart klare holdepunkter for at fastslå, hvordan en sådan omstødelse (fx efter § 74 som i situationen omtalt oven for) konkret skal gennemføres, idet dette hverken er reguleret i direktivet eller præambelen, i vphl. kap. 18 eller forarbejderne hertil, eller i KL kap. 8.

En mulig fremgangsmåde ved en sådan omstødelse kunne være at lade den planlagte eller gennemførte netting bestå, som det er nævnt i direktivets præambel. I stedet kunne man så, hvor *omstødelse efter KL's objektive omstødesregler* er mulig, efterfølgende rette et berigelseskrav efter KL § 75 mod den kreditor, der har fået en fordel ud af, at den omstødelige fordring er indgået i den samlede netting, og hvor *omstødelse efter KL's subjektive omstødesregler* er mulig fra boets side opgøre sit tab ved, at den omstødelige fordring er indgået i nettingen, og efter KL § 76 kræve dette erstattet af den kreditor, der har opnået en fordel herved. I begge tilfælde bør dette opgør gennemføres således, at det sker uden sammenhæng med eller påvirkning af nettingen. Det må imidlertid være op til domstolene at tage stilling til den konkrete fremgangsmåde ved omstødelse af den underliggende fordring, i tilfælde hvor formålet med reglerne tilsiger, at nettingen ikke berøres heraf. Der er ingen klare regler herom, men den nævnte betragtning i direktivets præambel må om ikke andet retskildemæssigt kunne anvendes som indikation af, at omstødelse af den underliggende transaktion kan ske efter de almindelige danske regler herom.

¹⁴⁶ Der er tale om en grænseområde i forhold til KL § 69.

¹⁴⁷ Jf. Konkursudvalgets Betænkning II, s. 151 og 154.

Ved *bilateral netting efter § 58* vil en aftale om slutafregning i tilfælde af insolvens medføre, at en deltagers eventuelle forpligtelser til at erlægge betaling i henhold til aftalen, alene vil bestå af en nettoforpligtelse, efter at modpartens modsatrettede fordringer, der som bekendt ikke behøver at være konnekse eller af samme beskaffenhed, først fradrages (aftalen forudsættes at indeholde principperne for kursfastsættelsen). *Modparten stilles derfor grundlæggende som om boet var indtrådt i samtlige fordringer*, der udregnes til én nettopost, idet modparten dog, såfremt denne nettopost for ham er et tilgodehavende, ikke har krav på dette beløb som et massekrav efter KL § 93.¹⁴⁸ Hvis der ikke er indgået en sådan bilateral nettingaftale mellem parterne, vil konkurslovens almindelige regler og almindelige modregningsprincipper naturligvis blot finde fuldt ud anvendelse på hver enkelt gensidige forpligtelse vedrørende handel med valuta og værdipapirer mellem parterne.¹⁴⁹ Men også her bliver aftalen mellem parterne indbyrdes altså bindende for tredjemand i form af boet/kreditorerne, og som nævnt i pkt. 3.2.3 afslutningsvist er det netop betænkeligt, at der mangler den offentlige kontrol med disse aftaler, som findes ved multilaterale nettingaftaler som følge af Finanstilsynets godkendelseskompetence.

For så vidt angår de *tidsmæssige betingelser* til fordringer omfattet af nettingen i tilfælde af en parts konkurs, er vphl. § 58 og forarbejderne helt tavse, og eftersom reglerne om bilateral netting indtil videre ikke er direktivstyrede, må man utvivlsomt her falde tilbage på alene at anvende de almindelige insolvensretlige regler herom. Det bliver således det *almindelig system i KL kap. 4 om konkursens virkninger*, der skal anvendes,¹⁵⁰ hvilket ikke skaber store problemer her, da der ikke er direktivbestemte krav at tage hensyn til. Der er redegjort for reglerne oven for, men udgangspunktet må altså være, at kun fordringer der er opstået mellem parterne før dekretets afsigelse, hvor skyldnerens urådighed i forhold til boet ifølge KL § 29 indtræder, indgår i nettingen, idet dette dog modificeres af KL § 30, hvor det i stk. 1, 2. pkt., er bestemt, at også fordringer opstået mellem den godtroende tredjemand og skyldneren frem til udgangen af det døgn, hvor konkursdekretet kundgøres i Statstidende, kan indgå i slutafregningen mellem parterne.

Da bilateral netting kun involverer to parter, ses der i mindre omfang at være betænkeligheder ved at *omstøde* en underliggende fordring, hvor dette er muligt efter KL's almindelige omstødelsesregler og så korrigerer den gennemførte netting herfor med enten boets berigelseskrav eller erstatningskrav ved hhv. omstødelse efter de objektive og de subjektive omstødelsesregler. Igen kan hensynene til markedet og formålet med reglerne anføres som argument mod at omstøde den underliggende fordring direkte, idet aktørerne på markedet ofte har mange fordringer og forpligtelser til gensidig risikoafdækning, så-

¹⁴⁸ Jf. også *P. F. Hansen og A. K. Schøn* i *Finansfokus* 1995, 18 ff., der på s. 21 diskuterer dette spørgsmål, men når til samme konklusion som her.

¹⁴⁹ Jf. FT 1995-96, s. 2014.

¹⁵⁰ Dette spørgsmål er som nævnt i pkt. 3.2.3 ej heller reguleret i forslaget til collateraldirektivet.

ledes at en omstødelse af en af disse eller betalingen deraf, kan give et for den konkrete aktør utilfredsstillende resultat, som gør dispositionerne på markedet mindre sikre. Heroverfor står imidlertid de generelle hensyn, der bærer de almindelige omstødelsesregler, som ikke blot uden klare holdepunkter kan negligeres. På dette område, hvor omstødelsen trods alt kun *direkte* påvirker to parter indbyrdes, og hvor reglerne ikke udspringer i EU-retlige forpligtelser, må dette formentligt veje tungest, så omstødelse af den underliggende fordring uden videre kan ske. Også dette er dog naturligvis et spørgsmål, der endeligt må afklares af domstolene.

Det er værd at bemærke, at *både ved multilateral og bilateral netting* gør reglerne i vphl. kap. 18 endeligt op med *KL § 42*,¹⁵¹ der således under ingen omstændigheder kan påberåbes som hjemmel for at nægte den særlige form for modregning, der er hjemlet i specialbestemmelserne i vphl. § 57 og § 58, idet disse ikke indeholder § 42's begrænsninger.

At der ved netting trods *KL § 42, stk. 1-2*, tillades modregning med fordringer, der er opstået på hver sin side af fristdagen, forekommer af hensyn til formålet med reglerne umiddelbart insolvensretligt acceptabelt. Derimod må det specielt ved bilateral netting siges at være betydeligt mere overraskende og betænkeligt, at man ikke har indsat et forbehold svarende til det, der findes i den ganske vist i praksis ikke ofte anvendte, men til gengæld insolvensretligt (helt fra 1872) velfunderede og meget grundlæggende regel *KL § 42, stk. 3*. Denne bestemmelse stiller et værn op mod kreditorbegunstigelser ved modregning af gæld til skyldneren med fordringer på denne, som af kreditor er opkøbt til lav kurs hos tredjemand, som udgangspunkt senere end 3 måneder før fristdagen, ud fra en forudsætning om, at dette er sket i erkendelse af, at tredjemand alene har udsigt til dividende på disse. Denne form for utilbørlige opkøb af fordringer kunne vel i praksis lige så vel forekomme, hvor to parter har indgået en bilateral nettingaftale omfattet af vphl. § 58, og hvor den ene part, der har gæld til modparten som følge af handel med valuta og værdipapir, i erkendelse af modpartens forestående konkurs til lav kurs opkøber andre fordringer, der udspringer af handel med valuta og værdipapirer hos tredjemand, for at lade disse indgå i nettingen.

På tilsvarende måde kunne man vel forestille sig, at en kreditor har en fordring som følge af handel med valuta og værdipapirer på en skyldner, med hvem han har indgået en bilateral nettingaftale, og at kreditor så - i erkendelse af, at skyldnerens økonomiske sammenbrud er nært forestående - efterfølgende stifter gæld til skyldneren ved køb af anden valuta eller andre værdipapirer, således at denne gæld indgår i nettingen, hvorved han reelt ved modtagelsen af valutaen eller værdipapirerne får fuld dækning på sin fordring på skyldneren, på hvilken der ellers blot var udsigt til dividende. Betaling af en pengefordring med værdipapirer, eller af en fordring i én valuta med beløb i en anden valuta må betragtes som usædvanlige betalingsmidler, men ej heller princippet i *KL § 42, stk. 4*, er overført til nettingreglerne, således at

¹⁵¹ Jf. om § 42 på de i note 87 anførte steder.

netting i denne situation heller ikke kan nægtes, hvilket ligeledes specielt ved bilateral netting fremstår som en uheldig konsekvens af vphl. kap. 18.

4. Konklusion

Netting er overordnet set en særlig form for udligning af fordringer opstået ved handel med finansielle instrumenter. Netting skal være aftalt mellem parterne, men hvor det er tilfældet, kan netting således også - på linie med konneks modregning - gennemføres uden at yderligere tiltag er påkrævet mellem parterne. Det materielle indhold af de nugældende regler om multilateral og bilateral netting blev i al væsentlighed fastlagt i forbindelse med Børsreform II, idet disse dog i 1998 blev suppleret med en bestemmelse, som udelukker omstødelse af visse sikkerheder stillet over for en central modpart ved multilateral netting. Reglerne var oprindeligt primært begrundet i Danmarks ønske om at leve op til internationale standarder og normer på området. Den seneste lovændring om netting i 2000 indebar primært nogle formelle ændringer, idet reglerne om multilateral netting, som lidt overraskende stadig ikke gælder i forhold til insolvente dødsboer, skulle tilpasses til det på det tidspunkt nye finalitydirektiv, hvorimod området for bilateral netting endnu ikke er reguleret i EU-regi. Det må dog påregnes, at det nye collateraldirektiv, der kan forventes endeligt vedtaget snart, vil indeholde regler herom. Det er endnu tvivlsomt, hvilket anvendelsesområde, dette direktiv vil få, men det må i hvert fald konkluderes, at det er insolvensretligt uhensigtsmæssigt, hvis de nye regler vil medføre, at bilateral netting kan gennemføres med alle fordringer mellem nettingaftalens parter, blot en enkelt af disse vedrører handel med valuta eller værdipapirer.

Det er helt utvivlsomt, at reglerne om netting mv. på en række ikke ubetydelige områder giver en deltagers konkursbo en dårligere retsstilling, end man kan udlede af de traditionelle regler og principper i dansk konkursret. Dette forekommer ved, at nettingreglerne tillader udligning af de omfattede fordringer selv i tilfælde af konkurs i videre omfang, end der er muligheder for efter reglerne om modregning i konkurs i KL § 42, ved at boet ikke inden for nettingreglernes anvendelsesområde besidder den diskretionære ret til at indtræde i skyldnerens gensidigt bebyrdende aftaler, hvilket ellers udledes af KL § 55, stk. 1, og ved at visse sikkerhedsstillelser over for den centrale modpart ved multilateral netting ikke kan omstødes efter KL § 70, stk. 1, og § 72, stk. 2, selvom sikkerheden reelt ikke har udløst ny kreditfacilitet (lidt overraskende er KL § 74 til gengæld ikke sat ud af kraft i disse tilfælde).

Disse modifikationer i forhold til den traditionelle konkursret vil i alle tilfælde kunne medføre en afvigelse fra det fundamentale konkursretlige lighedsprincip, hvilket normalt kun bør forekomme, hvor tungtvejende samfundsmæssige hensyn taler herfor. Det kan samtidigt konstateres, at begrundelsen for disse fravigelser i forarbejderne til de forskellige lovændringer til tider har været sparsom eller

direkte mangelfuld, idet der ofte i stedet er anlagt en synsvinkel, der tager udgangspunkt i hensynet til aktiviteterne på markedet for handel med finansielle instrumenter. Ikke desto mindre må det dog alligevel - efter en nøje gennemgang af reglerne - konkluderes, at de overordnet set har deres berettigelse inden for det relativt snævre anvendelsesområde, der er udstukket for dem i værdipapirhandelslovens kap. 18. Dette gælder ikke mindst på det multilaterale område, hvor netting kun kan foregå i tilknytning til aktiviteter hos den snævert afgrænsede kreds af centrale modparter, idet det skal have klar hjemmel i den indgåede nettingaftale (der bl.a. skal indeholde objektive regler for, hvornår en overførselsordre anses for indgået, idet dette ikke er reguleret i loven, hvorved den nødvendige fleksibilitet sikres), hvilket på forhånd kontrolleres af Finanstilsynet. Desuden lader den insolvensretligt ganske vidtgående ikke-omstødelhedsbestemmelse vedrørende sikkerhedsstillelser på dette område i vphl. § 57 b, stk. 1, muligheden stå åben for, at der *kan* omstødes, hvor dispositionen ikke fremstår som ordinær (det overraskende er, at det også er denne objektiviserede vurdering, der skal fortages, når man skal tage stilling til, om der trods § 57 b, stk. 1, kan omstødes efter den subjektive omstødelhedsbestemmelse i KL § 72, stk. 2). Alle disse forhold gør som nævnt reglerne insolvensretligt acceptable på området for multilateral netting, hvor der er tale om et meget atypisk kontrahering, i forhold til de aftaler, som typisk indgår i et konkursbo.

Ved bilateral netting er der imidlertid, når reglerne vurderes i insolvensretligt perspektiv, de yderligere betænkeligheder, at der på dette område ikke er nogen afgrænsning af, hvem netting kan aftales med, ligesom der ikke er stillet krav om nettingaftalens indsendelse til eller godkendelse af en offentlig myndighed, hvorved der opstår risiko for antedateringer o.l. af disse aftaler, der forringer et konkursbos retsstilling i forhold til den, der kan udledes af den traditionelle insolvensret. I forarbejderne anføres det dog, at reglernes anvendelsesområde i praksis vil blive meget snævert, hvilket imidlertid ikke umiddelbart kan udledes af ordlyden i vphl. § 58 om bilateral netting.

Desuden må det fremhæves, at reglerne om netting i spørgsmålet om de tidsmæssige relationer mellem indtræden af konkurs og de i nettingen involverede fordringers opståen er tavse, ligesom forarbejderne kun yder sparsomt fortolkningsbidrag hertil. På det multilaterale område, stilles der visse krav hertil i finalitydirektivet, som ikke er indskrevet i de danske regler, hvilket betyder, at man i dansk ret må tage udgangspunkt i de almindelige insolvensretlige regler herom i KL kap. 4. Dette giver ingen større problemer på det ikke-direktivregulerede bilaterale område, mens det på det multilaterale område medfører, at beskyttelsen af nettingen udstrækkes videre, end direktivet kræver (god tros-dispositioner med skyldneren efter konkursens indtræden opretholdes lidt i videre omfang efter dansk ret, ligesom bevisbyrden for ond tro efter dansk ret er placeret hos boet og ikke tredjemand/den centrale modpart), hvilket dog pga. direktivets formål ikke kan betegnes som betænkeligt.

Endeligt er der i specialet (bl.a. med støtte i finalitydirektivets præambel) forsøgt at give anvisninger på, hvorledes omstødelse af den

underliggende fordring i nettingen kan foretages efter konkurslovens almindelige regler, uden at dette griber "forstyrrende" ind på den planlagte eller gennemførte netting, hvilket reglerne jo netop sigter på at undgå. Til gengæld fremhæves det som bemærkelsesværdigt, at bestemmelsen om modregning i konkurs i KL § 42 er sat helt ud af funktion på området for netting, og dette er - ikke mindst på området for bilateral netting - konkursretligt betænkeligt, i hvert fald for så vidt angår de insolvensretligt fundamentale bestemmelser i KL § 42, stk. 3-4, som ellers har til formål at imødegå tilfælde, hvor de fordringer, der udlignes med hinanden, alene står over for hinanden pga. dispositioner forud for konkursen, der objektivt set betragtes som utilbørlige.

Litteraturliste

Betænkninger, notater og rapporter:

- Børsudvalgets Betænkning 1995.1290, Erhvervsministeriet 1995 (henvist til som Bet. 1995.1290).
- Collateral Arrangements in the European Markets - The need for National Law Reform, marts 2000, ISDA's Collateral Law Reform Group. Rapporten findes på hjemmesiden for International Swap and Derivatives Association, Inc. (ISDA) som dokument nr. 19 på linket: http://www.isdadocs.org/cgi-bin/free_docs.html.
- Folketingets Europaudvalg, 2001-02, 2. samling, Alm. del, bilag 57 (j.nr. 400.C.2-0): Aktuelt notat af 5. december 2001 til brug for møde i Folketingets Europaudvalg den 7. december 2001 vedrørende Forslag til Europaparlamentets og Rådets direktiv om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (KOM 2001.168) (henvist til som Aktuelt notat om collateraldirektivet). Dokumentet kan findes ved søgning på Folketingets hjemmeside: www.ft.dk.
- Interpretation of the capital accord for the multilateral netting of forward value foreign exchange transactions, Basel-komiteens publikation nr. 25, april 1996. Rapporten findes på hjemmesiden for Bank of International Settlements på linket: <http://www.bis.org/publ/bcbs25.pdf>.
- Konkurs og tvangsakkord, Betænkning II, Afgivet af det af Justitsministeriet den 29. januar 1958 nedsatte konkurslovsudvalg, Betænkning nr. 606, 1971 (henvist til som Konkursudvalgets betænkning II).
- Konkursordningen, Betænkning I, Afgivet af det af Justitsministeriet den 29. januar 1958 nedsatte konkurslovsudvalg, Betænkning nr. 423, 1966 (henvist til som Konkursudvalgets betænkning I).
- Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of Group Ten Countries, Basel, november 1990 (henvist til som Lamfalussy-rapporten). Rapporten findes på hjemmesiden for Bank of International Settlements på linket: <http://www.bis.org/publ/cpss04.pdf#xml=http://search.atomz.com/search/pdfhelper.tk?spo=152638,100000,0>.
- Report on netting Schemes, Basel, februar 1989 (henvist til som Angell-rapporten). Rapporten findes på hjemmesiden for Bank of

International Settlements på linket: <http://www.bis.org/publ/cpss02.pdf#xml=http://search.atomz.com/search/pdfhelper.tk?sp-o=80738,100000,0>.

Kompendier og lærebøger:

- *Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul*; Børsretten, 2. udgave, 2000 (henvist til som Krüger Andersen og Nis Jul Clausen).
- *Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul*; Introduktion til børsetten, børsreform II, 1. udgave, 1996 (henvist til som Krüger Andersen og Nis Jul Clausen II).
- *Christensen, Lasse Højlund*; Fremtidige fordringer - Særligt med henblik på omstødelse, 1. udgave, 1999 (henvist til som Højlund Christensen).
- *Gomard, Bernhard*; Obligationsret 3.del, 1. udgave, 1993 (henvist til som Gomard).
- *Jespersen, Halfdan Krag*; Konkurs og insolvens som misligholdelse, marts 1997 (henvist til som Krag Jespersen).
- *Koktvedgaard, Melike*; Finansielle Swaps - Et redskab til styring af rente og valutarisiko, 1. udgave, 1989
- *Munch, Mogens*; Konkursloven med kommentarer, 9. udgave, 2001 (henvist til som Munch).
- *Nielsen, Peter Arnt*; International privat- og procesret, 1997 (henvist til som Arnt Nielsen).
- *Schaumburg-Müller, Peer*; Børsretlig guide, 1. udgave, 2002 (henvist til som Schaumburg-Müller).
- *Schaumburg-Müller, Peer og Hansen, Erik Bruun*; Dansk Børsret - Værdipapirmarkedsret, 2. udgave, 1996 (henvist til som Schaumburg-Müller og Bruun Hansen).
- *Sørensen, Karsten Ensigt og Nielsen, Poul Runge*; EU-retten 1 og 2, 2. udgave, 1999 (henvist til som Ensigt Sørensen og Runge Nielsen).
- *Tjaum, Arne*; Valuta- og renteswaper, 1996
- *Werlauff, Erik*; Børs- og Kapitalmarkedsret, 2. udgave, 2000 (henvist til som Werlauff).
- *Werlauff, Erik*; Børsret, Værdipapirer og handel, jura og økonomi, 1. udgave, 1997 (henvist til som Werlauff II).
- *Ørgaard, Niels*; Konkursret, 7. udgave, 1999 (henvist til som Ørgaard).