

OM ETABLERING AF ET CLEARINGSYSTEM FOR AKTIER OG OBLIGATIONER I DANMARK

Af Bankfuldmægtig *Kaj Brodthagen*, H. D.

Spørgsmaalet om en Clearing af Aktier og Obligationer har gentagne Gange været behandlet indenfor en snæver Kreds af Veksellerere og Bankfolk, men har aldrig været behandlet offentligt. Selv om Tanken af forskellige Grunde tidligere har været opgivet, har Emnet dog stadig Krav paa en vis Opmærksomhed. Det maa indrømmes, at Problemet er ikke saa lige til at løse, det kræver mange Overvejelser, og der er mange Forhold at tage i Betragtning, før man overhovedet kan udtale sig med Bestemthed, hvorvidt Spørgsmaalet som Helhed vil være til Fordel for Veksellerere og Banker.

Rent umiddelbart skulde det synes indlysende, at en Clearing maa være formaalstjenlig; og at den har sin store Betydning, maa Erfaringerne fra Udlandet være Bevis paa. Omend man vil hævde, at Omsætningerne i Udlandet er langt større end her, er dette ikke tilstrækkeligt til helt at afvise Tanken om ogsaa at praktisere det herhjemme.

Naar Planerne om et Clearingsystem aldrig er blevet ført ud i Livet herhjemme, skyldes det selvfølgelig, at man har ment, at Fordelene ved et saadant ikke har kunnet opveje Ulemperne — navnlig Omkostningerne — derved; men det kan ogsaa skyldes manglende Initiativ og en vis Animositet mod noget nyt.

Som de væsentligste objektive Anker mod et Clearingsystem nævnes: 2-Dages Leveringen, uregelmæssig Levering (Godsedler), manglende Diskretion, Obligationers individuelle Karakter (Numre), Outsidernes Særstilling og endelig de store Omkostninger.

For at behandle disse Problemer vil det være mest overskueligt at gøre et Forsøg paa en Skildring af et Clearingsystem og under Fremstillingen at tage Stilling til de enkelte Problemer og samtidig belyse Fordelene og Ulemperne ved Systemet. Hvorvidt man skal

tage Obligationer med ind under Clearingen paa Grund af deres individuelle Karakter, kan der være Anledning til at diskutere, men for at Systemet skal have praktisk Betydning og virke til fuld Gavn, maa det omfatte saavel Aktier som Obligationer og samtidig inkludere en Betalingsclearing af Modværdierne.

Organisation.

Clearingkontoret tænkes oprettet i København, enten i Nationalbanken eller i en Hovedbank. Grunden til at man skulde benytte saadanne allerede eksisterende Pengeinstituter som Ramme om Institutionen og ikke et Institut med sin egen Bygning, er, at de allerede eksisterende Pengeinstituter i Forvejen har Hvælving og hele det øvrige tekniske Apparat i Orden. Omkostningerne skulde derved straks blive betydelig formindskede. Der er selvfølgelig intet til Hinder for, at man senere kunde skride til Bygning af eget Hus. Clearingkontoret maa ellers oprettes som en selvstændig juridisk Person med Bestyrelse eller Repræsentantskab. Som Medlem af Clearingkontoret skal kunne optages alle Medlemmer af Fondsbørsen, Banker og Sparekasser uden Hensyn til Hjemsted. Medlemmerne skal hæfte indbyrdes solidarisk for hinandens Forpligtelser. Her er et Punkt, som maaske straks vil møde nogen Modstand. Dog har man allerede noget i den Retning, idet Medlemmerne af Fondsbørsen har en privat Check-assurance, som bruges til Dækning af nødlidende Checks, hvor let vilde det ikke være at udvide denne Assurance, naar ogsaa Bankerne deltog. Udgifterne til Clearingkontorets Administration dækkes af Medlemmerne i Forhold til deres Omsætnings Størrelse. Kontorets daglige Ledelse forestaas af en Kontorchef, og under ham ansættes saa mange Medhjælpere, som Arbejdet kræver. Det paahviler Kontorchefen at tegne en Kautionsforsikring og en Ansvarsforsikring efter nærmere Bestemmelse. Revisionen bør foretages af en statsautoriseret Revisor. De nærmere Enkeltheder vedrørende den interne Organisation vil her føre for vidt at udrede.

Forretningsgang.

For de Læsere, som ikke er kendt med den nuværende Forretningsgang for Afviklingen af Aktier og Obligationer, er det nødvendigt ganske kort at beskrive denne. Afviklingen foregaar Dagen efter Handels Afslutning paa Børsen. Køberen henter hos Sælgeren. I Formiddagstimerne er Veksellerernes Bude paa Rundtur i Byen og henter de den foregaaende Dag købte Papirer, betaler dem med Checks og

bringer Papirerne hjem for senere paa Dagen at levere dem til Banker, Sparekasser eller private Kunder. Modværdien af solgte Papirer gælder det om at faa ind saa hurtigt som muligt for at kunne naa rettidig Deponering i Bankerne, og her kan det undertiden knibe at komme hurtigt nok rundt og faa betalt. I mange Tilfælde har den sælgende Veksellerer ikke faaet Papirerne leveret fra sin Kunde, man hjælper sig da med en Godseddel, som bliver indløst senere paa Dagen. Denne undertiden forcerede Rundgang i Byen hos de mange forskellige Veksellerere med Udveksling af effektive Papirer og Checks vilde undgaas ved et Clearingkontor, hvor Afviklingen foregaar paa een Gang. Her maa ogsaa nævnes den Risiko, der er ved at gaa i Byen mange Steder med store effektive Værdier. Det er f. Eks. sket mere end een Gang, at nogle Aktier er gaaet i Kanalen(!), og ofte er det ganske unge Mennesker, der færdes i Byen med disse Værdier.

Et Clearingsystem vil nødvendiggøre en afgørende Ændring i den hidtil anvendte Afviklingsform, idet det ikke vil være muligt at gennemføre Afviklingen Dagen efter Handelen, saaledes som det hidtil er praktiseret, men først 2 Dage efter. Dette er som nævnt en af Grundene til, at man ved tidligere Lejligheder har forkastet Planen om en Clearing. Men paa dette Punkt er der sikkert nogen Konservatisme. Det er kun en Vanesag, om man først skal betale henholdsvis modtage Betaling 2 Dage efter Handelen eller 1 Dag efter. Risikoen ved en eventuel Betalingsstandsning er ikke større ved den senere Afvikling, da Effekterne ikke udleveres, uden at Betalingen er sket. Der kan muligvis blive Tale om en Kursdifference, som selvfølgelig er større ved en 2-Dages Levering. Det Punkt, hvor Risikoen opstaar, er som Regel ved dækningsløse Checks, men det kan lige saa godt ske ved 1-Dags Levering. Der er derimod et andet Spørgsmaal, som gør sig gældende ved Betalingsstandsning. Hvis en Kontrahent er i Vanskeligheder, vil en Risiko lettere kunne undgaas under de nuværende Former, fordi den enkelte Person, der har med Afviklingen at gøre, har et nøje intimt Kendskab til de enkelte Veksellerere, og i det Tilfælde, at han nærer Mistanke om Boniteten af en Check, kan han omgaaende sende den hen i Banken for at faa den hævet. En Betingelse for at dette ogsaa kan ske i Clearingkontoret er, at den Person, der leder Kontoret, eller den Person, der modtager Checkene, er i Besiddelse af det samme Kendskab til de enkelte Veksellerere.

Som allerede nævnt skulde Effektclearingen combineres med Betalingsclearingen. Dette opnaas lettest ved, at Notaskrivningen om Aftenen efter Børstid combineres med Afregningsformularer. Ved at benytte Gennemskrivningssystemet vilde dette kunde lade sig gøre som anvist i følgende Eksempel:

Veksellerer S. sælger d. $16/1$ til Veksellerer K. Kr. 4,000 Forenede D/S Aktier til Kurs 120. Efter Børstid skriver S. Nota til K. Notaen udfærdiges med Gennemskrivning, saaledes at Nr. 1 er bestemt for Veksellerer K., Nr. 2 en Kopi, som Clearingkontoret skal beholde, og Nr. 3 er Meddelelse til K. om, at han i Clearingkontoret er blevet godskrevet for Kr. 4,000 Forenede D/S Aktier, og at han er blevet debiteret for Modværdien, Kr. 4,800 pr. $17/1$. Denne sidste Formular maa naturligvis underskrives af Clearingkontoret. Den $16/1$ afleverer S. Nota med Gennemslag til Clearingkontoret, for at dette kan forberede Arbejdet til den følgende Dag, paa hvilken Afviklingen finder Sted. Det forudsættes endvidere, at S.s Kunde kommer den $16/1$ og afleverer sine Aktier. Den $17/1$ afleverer S. Aktierne i Clearingkontoret, dette skal ske senest inden Kl. 13. I Clearingkontoret faar han udleveret K.s Modnota samt K.s Formular (som beskrives om lidt). Ser vi Forretningen fra den anden Side, ser den saaledes ud: Den $16/1$ om Eftermiddagen udfærdiger Veksellerer K. Nota til S. Nr. 1 er bestemt for S., Nr. 2 en Kopi, som Clearingkontoret beholder, og Nr. 3 er Kvittering til S. for de indleverede Aktier samt Kreditopgave over Modværdien, Kr. 4,800 pr. $17/1$. Denne Formular underskrives af Clearingkontoret, inden den udleveres til S. Efter Forretningens Afslutning har S. et Tilgodehavende i Kroner hos Clearingkontoret, dette kan han hæve ved ganske almindelig Check. K. har en Gæld i Kroner, som han maa indfri ved en Indbetaling, og han har samtidig et Tilgodehavende i Aktier paa Kr. 4,000 Forenede D/S, som han kan hæve ved en særlig Effektscheck, eller som han kan lade forblive i Clearingkontorets Depot efter Behag. Denne Forretning havde været endnu lettere, hvis S. havde haft Aktierne liggende i Depot i Clearingkontoret, saa var Overføringen sket ved en simpel skriftlig Ordre eller ved særlige Gireringschecks.

Med Hensyn til Notaerne og Gennemskrivningsformularerne maa de være af et saadant Format, at de let kan lægges inden i de sædvanlige af Skattevæsenet foreskrevne Notaformularer. I ovennævnte enkelte Eksempel er kun medtaget een Forretning, hvis S. og K. har f. Eks. 20 Forretninger med forskellige andre Veksellerere, behøver de kun at afvikle eet Kronebeløb, nemlig Differencen mellem Køb og Salg eller een enkelt Sum for samlet Køb. Dette betyder en Besparelse af Tid, idet der efter det eksisterende System skal trækkes en Check til hver enkelt Sælger. Leveringen af Papirer i Clearingkontoret vil blive dels effektiv Levering af Stykker og dels Levering pr. Girering, og det sidste vil blive det største og absolut det mest bekvemme. Man maa erindre, at hvis en Veksellerer en Dag har solgt Papirer

for f. Eks. Kr. 100,000, kan man roligt gaa ud fra, at de 80 % er belaaet, d. v. s. at han leverer ved at trække paa sit Depot i sin Bank, eller at denne girer Papirerne fra sit Depot i Clearingkontoret til ham.

Det er nemlig Tanken, at Clearingkontoret ikke alene skal besørge Clearingen af Papirerne, men ogsaa være Opbevaringssted for disse i et saakaldt Samledpot. Der skal kunne disponeres over Depotet ved Hjælp af Effektchecks, saaledes som man f. Eks. har det i Tyskland¹⁾, hvor man ved effektiv Levering anvender hvide Formularer, ved Giro røde og ved Belaaing grønne. Hvilken Betydning Gireringen har, fremgaar lettest af følgende Eksempel: En Provinsbank A. i Aalborg giver Ordre til sin Hovedstadsforbindelse, Hovedbank X., om at købe Kr. 4,000 Myren Aktier. X. giver Ordren videre til sin Veksellerer Y. Y. køber Aktierne paa Børsen af Veksellerer Z., som har faaet den tilsvarende Salgsordre af Hovedbank B., som igen er Kommissionær for Provinsbank C. i Herning. Dette er ingenlunde noget ualmindeligt Eksempel, men forekommer ret ofte. Efter den nuværende Ordning sendes Aktierne med Posten fra Herning til Hovedbank B. Denne leverer dem til Veksellerer Z., som giver dem videre til Veksellerer Y. Y. afleverer dem til Hovedbank X., som afsender Aktierne til Aalborg. Paa denne Maade passerer Aktierne 5 forskellige Hænder. Ved et Clearingsystem forbliver Aktierne under hele Processen i Depotet, idet alle Bevægelser foregaar ved Girering, forudsat at alle 4 Banker er Medlem af Clearingen.

Paa den anden Side er Gireringen ogsaa en Nødvendighed for Systemets Gennemførelse. Hvis nemlig Leveringen var 100 % effektiv, vilde det være uigennemførligt at ekspedere. Tænker man sig, at f. Eks. 30 Veksellerere paa samme Dag og paa samme Tid skal aflevere henholdsvis modtage Papirer til et Beløb af 700,000, vilde det tage lang Tid at efterse Papirer og udveksle Formularer, og det vilde antagelig bryde sammen.

Godsedler.

Mod et Clearingsystem er indvendt, at Godsedler ikke kan anvendes. Hertil er at sige, at for det første skulde Anvendelsen af Godsedler ved et Clearingsystem i sig selv blive stærkt reduceret, idet man har en hel Dag at løbe paa, til Brug for Afnoteringer o. l. Naar der i Øjeblikket anvendes Godsedler, er det mange Gange, fordi man skal have Papirerne fra Provinsen. I det Øjeblik Provinsbanken blev ind-

¹⁾ Egill Pedersen: Effektenverkehr.

draget i Clearingen, er denne Mulighed bortelimineret. Endelig kan Godsedlen selvfølgelig lige saa godt anvendes i Clearingen og modtages af denne paa samme Vilkaar, som det gøres i Øjeblikket.

Diskretion.

Frygten for, at Clearingsystemet skulde medføre Indiskretioner, er ganske ubegrundet, tværtimod vil Diskretionen være større under et Clearingsystem end under de nuværende Forhold. Lederen saavel som hans Personale bør bindes ved skriftlig Erklæring paa Tro og Love, og de mindste Overtrædelser heraf bør straffes med omgaaende Afsked.

I Slutningen af 1937 solgte en herværende Veksellerer meget store Poster Obligationer. Øjeblikkelig sattes Nysgerrigheden i Bevægelse: Hvem er det, han sælger for? Dagen efter vidste hele Børsen, hvem det var for, fordi Obligationerne var noteret paa Navn. Det maa her bemærkes, at de Personer, som ønsker at faa Hemmeligheden at vide, er i Reglen de samme, som har uhindret Adgang til at se det ved deres egen Kasse. Vedkommende Veksellerer solgte samme Dag til flere forskellige Veksellerere, maaske 4 à 5 Firmaer. Der var saaledes 4 eller 5 Muligheder for, at det kunde blive bragt ud til Oplysning for Børsen. Dette kunde muligvis være forhindret eller i hvert Tilfælde stærkt begrænset, hvis vi havde haft et Clearingkontor. Posten blev nemlig solgt af en Bank gennem den omtalte Veksellerer og for største Delens Vedkommende købt af en anden Bank, ogsaa gennem Veksellerere. Ved Clearingen vilde Obligationerne været gaaet direkte til den køvende Bank og maaske oven i Købet til dennes Depot i Clearingen, saaledes at de omtalte Obligationers Udseende ikke kom Veksellererne for Øje. Dertil kommer, at Personalet i Clearingkontoret slet ikke er interesseret i at faa saadant noget oplyst, da de overhovedet ikke har været paa Børsen den Dag, Salget har fundet Sted.

Paa samme Maade har Veksellererne ofte Lejlighed til at se, hvis f. Eks. et Bestyrelsesmedlem sælger af sit Aktieselskabs Aktier. Dette vil ligeledes undgaa deres Opmærksomhed, hvis Aktierne gaar igennem Clearing og i de fleste Tilfælde henlægges i Depotet.

Som et Bevis paa, at Frygten for Diskretionsbrud fra Embedsmænds Side er overdrevet, kan nævnes, at i Øjeblikket har Hovedbankerne i deres Checkmateriale et udmærket Grundlag for at drage Slutninger af Veksellerernes og forøvrigt ogsaa af private Kunders Dispositioner. Der er aldrig tilført Børsen noget Oplysningsmateriale ad den Vej. Dette viser, at de Personer, som beskæftiger sig med Checkene, for

det første er tro mod deres Diskretionspligt, selv om de ikke paa Tro og Love har underskrevet herpaa, og for det andet er de fleste af dem rimeligvis uinteresserede. Der er ingen særlig Grund til at tro, at dette Forhold skulde være anderledes for Personalet i et Clearingkontor.

Endelig er det jo ikke udelukket, fordi man har et Clearingkontor, at man i ganske specielle Tilfælde, hvor det særligt gælder om at bevare Diskretionen, kan gaa helt uden om Clearingen.

Outsiderne.

Denne Kreds af Veksellerere, som omfatter saa forskellige Personer, vil paa Forhaand være udelukket fra en Clearing, maaske kan der gøres Undtagelser, men som Helhed bør man sikkert tage Afstand herfra. Det er beklageligt, at paa dette Punkt er der intet at stille op, saa meget mere som netop denne Kreds af Veksellerere i Øjeblikket er en meget betydende Faktor i Aktiehandelen, og hvem Fondsbørsdeltagerne skylder en væsentlig Del af deres Fortjeneste. Man kan hertil kun sige, at Outsiderne maa i denne Forbindelse betragtes som analoge med private Kunder.

Obligationerne.

I Diskussionen om, hvorvidt Obligationer bør medtages i Clearingen eller ikke, er det afgørende, i hvor stor en Grad Obligationerne skal benytte sig af Samledepotet. Hvis de i samme Grad som Aktier skal gøres til Genstand for Girering, vil der paa visse Tider opstaa nogen Vanskelighed. Som allerede omtalt er det Numrene, der her er af Betydning. Det viser sig dog ved nærmere Undersøgelse af Spørgsmaalet, at denne Hindring i Virkeligheden kun er ringe.

Obligationshandelen er meget væsensforskellig fra Aktiehandelen. Medens Omsætningen i Aktier i langt overvejende Grad er Udtryk for, at Aktierne blot »skifter Hænder«, er dette ikke Tilfældet med Obligationer. Paa Aktiemarkedet er det de *samme* Aktier, der vandrer rundt, Nyemissioner er forsvindende. For Obligationers Vedkommende er det »Produktionen«, der over Børsen finder sin Placering, og i de allerfleste Tilfælde er Placeringen fast. Naar en Kreditforening har udstedt Kr. 200,000 Obligationer, er det sjældent, at disse ligger og »skvulper« frem og tilbage paa Børsen, som Regel finder de deres fremtidige Opholdssted, enten i et Forsikringsselskab eller hos en privat Kunde. Af denne Grund vil der for Obligationers Vedkommende

ikke blive Brug for Samledepotet i nær saa stor en Udstrækning som for Aktier, og som Følge deraf vil Numrenes Betydning være ret underordnet.

I de Perioder, hvor Obligationer handles med Trækningsforbehold, maa man bære sig ad paa ganske samme Vis, som man gør under det nuværende System, nemlig at man noterer Numrene op, det maa man under alle Omstændigheder. Selv ved Spekulationsforretninger er der intet til Hinder for, at Obligationer kan henlægges til Samledepotet. Det er i Forvejen ikke almindeligt ved Spekulationsforretninger, at Kunden faar Numrene opgivet. Vil han endelig have det, drejer det sig jo kun om en ganske kort Periode, hvor man altsaa ikke kan disponere pr. Girering, men kun effektivt.

Til Forsvar for at medtage Obligationer under Clearingen maa nævnes, at for det første er Omsætningen i Obligationer ved Noteringen lige saa stor som i Aktier, for det andet, at der udenfor Noteringen omsættes langt større Summer end ved denne.

Omkostningerne.

Dette Problem vejer sikkert tungest i Vægtskaalen til Fordel for det bestaaende System. Uden nogen som helst Erfaring for et Clearingssystem er det selvsagt meget vanskeligt at opstille nogen Beregning over Omkostningerne. Følgende Beregning er derfor med alt muligt Forbehold, men skulde dog efter en nøgtern Vurdering nogenlunde holde Stik:

1 Kontorchef	Kr. 10.000
6 Assistenten	» 30.000
Leje af Lokale, Box, Materialer m. m.	» 20.000
Revision	» 6.000
	Kr. 66 000

Omsætningen i Aktier var ved Noteringen i 1937 145,3 Mill. Kr. Selv om 1937 maaske var et særligt godt Aar, kan man godt, idet man tager Hensyn til, hvad der kompenseres, regne med en aarlig Omsætning paa i hvert Tilfælde 140 Mill. Kr. Det vil sige, at ovennævnte Omkostninger udgør 0,47 ‰ at fordele ligeligt mellem den købende og den sælgende Part, altsaa 0,235 ‰.

Som et dagligdags Eksempel paa Udgifter til Porto og Assurance kan nævnes, at en Værdiforsendelse til Provinsen af Kr. 4.000 Aktier til en Værdi af Kr. 6.000 koster ca.: Kr. 1.— eller 0,17 ‰. Dette er reelle Udgifter, som vil kunne spares ved en Clearing, hvad der iøvrigt kan spares af direkte Udgifter er noget problematisk. Selv-

følgelig kan man ikke undvære et Bud, da der altid vil være en Del at gaa i Byen om alligevel, det er muligt, at der et og andet Sted kan undværes en Mand. Men det, at der skabes større Sikkerhed, og at Arbejdet bliver mindre forceret, saaledes at man kan hellige sig andre Ting, kan indirekte være en Besparelse.

Konklusion.

Alle Forhold taget i Betragtning, er Indvendingerne mod et Clearing-system ret svage, og Fordelene i Overvægt. Tør man ikke binde an med et saa revolutionerende Foretagende, som en Clearing selvfølgelig maa blive, kunde man som et Overgangsstadium i hvert Tilfælde forsøge sig med et Samledepot for Aktier, og hvis Erfaringerne her bliver daarlige, opgive Tanken om Clearing helt. I modsat Fald kunde man bygge Systemet ud til at omfatte ogsaa Obligationer og endelig skride til den fuldstændige Clearing, ogsaa omfattende Betalingen. At det ikke bliver nogen let Opgave, er indlysende, men da der paa alle andre Omraader indenfor Bankteknikken i de sidste 50 Aar er sket en rivende Udvikling, turde det vel være et Forsøg værd ogsaa at forbedre Børsteknikken.
