



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 28.5.2002
KOM(2002) 257 endelig

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-
PARLAMENTET**

**Clearing og afvikling i Den Europæiske Union
Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer**

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA- PARLAMENTET

Clearing og afvikling i Den Europæiske Union Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer

Ved clearing og afvikling forstås de processer, hvormed transaktioner på værdipapirmarkedene afregnes endeligt, og de er væsentlige for det finansielle systems funktion. Det er afgørende for den fulde gennemførelse af det indre marked for finansielle tjenesteydelser, at der findes effektive (dvs. omkostningseffektive, konkurrencedygtige og sikre) clearing- og afviklingssystemer for hele EU. De eksisterende clearing- og afviklingssystemer i EU er i det store og hele effektive, når det drejer sig om transaktioner med indenlandske værdipapirer. Men disse systemer er nationale og lader sig ikke forene med en effektiv afvikling af transaktioner over landegrænserne efter afslutningen af handlen (post-trade). Uden en effektiv grænseoverskridende clearing og afvikling vil det indre marked for finansielle tjenesteydelser ikke kunne udnyttes fuldt ud.

Når grænseoverskridende clearing og afvikling i EU er så ineffektiv, skyldes det primært den opsplitning, som er en følge af nationale forskelle i tekniske krav/markedspraksis, skattemæssige procedurer og værdipapirlovgivning. Derudover kan der også være overvejelser af operationel og tilsynsmæssig art, der binder i manglende fælles regler for clearing- og afviklingsaktiviteter, og som lægger hindringer i vejen for udviklingen af grænseoverskridende aktivitet. At der skabes integrerede rammer for clearing og afvikling er derfor en væsentlig forudsætning for en effektiv post-trade behandling af alle værdipapirtransaktioner i EU. Kommissionen har til den ende identificeret to centrale politiske målsætninger.

Den første målsætning er at fjerne de barrierer, der eksisterer for endelig afregning af individuelle grænseoverskridende transaktioner, og som skyldes nationale forskelle i tekniske krav/markedspraksis, skattemæssige procedurer og værdipapirlovgivning. Efter Kommissionens opfattelse skal det primært være op til den private sektor at få fjernet barrierer, der skyldes tekniske krav. Ikke desto mindre kan nationale og EU-myndigheder bidrage til at få fjernet disse barrierer ved at skabe grobund for en harmonisering gennem udvikling af standarder. De resterende barrierer vil kræve offentlige indgreb, som det er tilfældet i forbindelse med en definition af det retssystem, der skal finde anvendelse på værdipapirtransaktioner og kapitalinteresser i EU.

En fjernelse af barrierer alene vil ikke nødvendigvis skabe fair og konkurrencedygtige rammebetingelser. Derfor er den anden målsætning at få fjernet konkurrenceforvridninger eller forskelsbehandling af institutioner, der udfører tilsvarende clearing- og afviklingsaktiviteter. En fuldt integreret EU-struktur på clearing og afviklingsområdet ville kræve, at der er fuld, gennemsigtig, objektiv og først og fremmest effektiv adgang til systemer. Markedsaktørerne bør ikke være begrænset i deres investeringsbeslutninger af overvejelser om, hvor medkontrahenten, værdipapirerne eller infrastrukturen befinder sig. Der bør der være adgang generelt (dvs. for alle markeder, leverandører af infrastrukturydelser og markedsdeltagere) til alle nødvendige systemer. Det første skridt i retning af at nå denne målsætning påtænkes gennemført i den foreslåede revision af investerings servicedirektivet,

som giver mulighed for valg af post-trade systemer og aktiviteter. Der kan sideløbende hermed tages konkurrencepolitiske tiltag i brug for at styrke disse foranstaltninger.

Integrerede og konkurrencedygtige clearing- og afviklingssystemer inden for EU skal være i overensstemmelse med kravet om høje standarder for markedsintegritet og finansiel stabilitet. Til den ende kræves en fælles holdning til de relevante lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for udbyderne af clearing- og afviklingsydelser. Det er motivationen bag de værdipapirregulerende myndigheders og centralbankers supplerende initiativ, nemlig at udvikle fælles standarder. Ved at gennemføre disse standarder forsøger man et langt stykke ad vejen at imødegå de regulerende myndigheders bekymringer om brugen af systemer i andre medlemsstater. Imidlertid kan det vise sig at være utilstrækkeligt at skabe færre og stabile rammer for grænseoverskridende brug af clearing- og afviklingssystemer. Hvis dette skulle være tilfældet, kunne visse overordnede principper (f.eks. definition af relevante funktioner, godkendelse af leverandører af ydelser og styring af deres løbende tilsyn) blive lovfæstet på EU-niveau. I samme moment kunne man tage fat på at udarbejde kapitalkravsregler, misligholdelsesregler, og/eller risikostyringsteknikker for disse institutioner.

I nærværende meddelelse diskuteres ikke de forskellige strukturers eller modellens fortrin med hensyn til at tilvejebringe clearing- og afviklingsydelser inden for EU. Valget af struktur bør fastlægges af markedet under behørig hensyntagen til legitime politiske begrænsninger, der udspringer af offentlighedens tarv (f.eks. tilstrækkelig konkurrence, hensigtsmæssig investorbeskyttelse og minimeret systemisk risiko). Det er imidlertid væsentligt at skabe rammebetingelser, hvorunder markeds kræfterne kan skabe den mest hensigtsmæssige struktur for en effektiv infrastruktur i EU på clearing- og afviklingsområdet.

Nærværende meddelelse er det første skridt af retning af at udvikle en politik om clearing og afvikling i EU. Alle interesserede parter opfordres til at fremsætte deres bemærkninger inden den 31. august 2002. Bemærkninger bedes stilet til GD MARKT F2, Europa-Kommissionen, B-1049 Bruxelles. E-mailadresse: markt-clearing-settlement@cec.eu.int

I INDLEDNING

Effektive, strukturelt sunde finansielle markeder er mere konkurrencedygtige og mere attraktive for emittere og investorer globalt.¹ For at EU's finansielle marked skal konkurrere globalt, skal det være dybt, likvidt, effektivt, sikkert, gennemsigtigt og omkostningseffektivt. Vurderingen af, om et marked er attraktivt eller ej, vil ikke alene blive påvirket af de direkte omkostninger ved at bruge markederne og systemerne, men også af markedets funktionalitet, lige som mindre direkte overvejelser som f.eks. effektiv brug af sikkerhedsstillelse spiller ind. Hvis omkostningerne ved at anvende europæiske clearing- og afviklingssystemer er for store, eller hvis infrastrukturen ikke understøtter den ønskede funktionalitet, risikerer man, at markedsaktørerne ikke ønsker at investere i disse markeder eller bruger andre, potentielt mere risikofylde, metoder til at få grænseoverskridende transaktioner endeligt afregnet. Investorer har helt klart behov for at få adgang til de markeder, de ønsker at investere på. F.eks. skal de kunne være i stand til at købe og besidde aktier udstedt af selskaber i en hvilken som helst medlemsstat til rimelige omkostninger. For store grænseoverskridende omkostninger skal fjernes, og forøgede retlige, eller andre risici som følge af en ineffektiv clearing og afvikling skal minimeres, således at der opnås et ægte integreret værdipapirmarked i EU.

Konturerne af problemerne på dette område er på det seneste ved at aftegne sig mere og mere klart. Clearing og afvikling er indirekte blevet berørt i Kommissionens to høringer om en opjustering af investeringsservicedirektivet. Giovannini-gruppens² oprindelige rapport tegner et billede af det eksisterende clearing- og afviklingslandskab i Europa³, og yderligere en rapport om mulige udviklingstendenser i clearing- og afviklingsstrukturen vil blive udarbejdet senere i år. Group of Thirty (G30)⁴ er i øjeblikket ved at udarbejde henstillinger til, hvordan man skal minimere risikoen og maksimere effektiviteten af disse systemers drift. Det europæiske system af centralbanker (ESCB) samt udvalget af europæiske regeludstedende myndigheder på værdipapirområdet (CESR) har nedsat en fælles arbejdsgruppe, der skal diskutere spørgsmål af fælles interesse omkring clearing og afvikling⁵. Navnlig er de i gang med at overveje at få vedtaget fælles standarder for clearing- og afviklingsinstitutioner i Europa, baseret på CPSS-IOSCOs⁶ henstillinger⁷ og standarderne for risikostyring udarbejdet af European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH).

På baggrund af de oplysninger, som er tilgængelige via disse forskellige tiltag, gør nærværende høringsdokument generelt rede for Kommissionens politik på dette område og mulige reaktioner herpå. Der udbedes kommentarer fra Europa-Parlamentet og Rådet, nationale regulerende og tilsynsførende myndigheder, andre organisationer og

¹ Det Europæiske Råd i Lissabon lagde vægt på betydningen af, at der i Unionen senest i 2005 gennemføres et fuldt integreret og effektivt fælles finansielt marked. Også konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Stockholm understregede de finansielle markeders afgørende rolle i Den Europæiske Unions samlede økonomi.

² En gruppe eksperter, som rådgiver Kommissionen om kapitalmarkedsspørgsmål.

³ Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (november 2001), i European Commission Economic Paper Nr.163 (http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm)

⁴ En højtstående rådgivende gruppe om internationale økonomiske og monetære forhold.

⁵ Kommissionen har observatørstatus i arbejdsgruppen.

⁶ Committee on Payments and Settlements Systems of the G10 central banks and International Organisation of Securities Commissions.

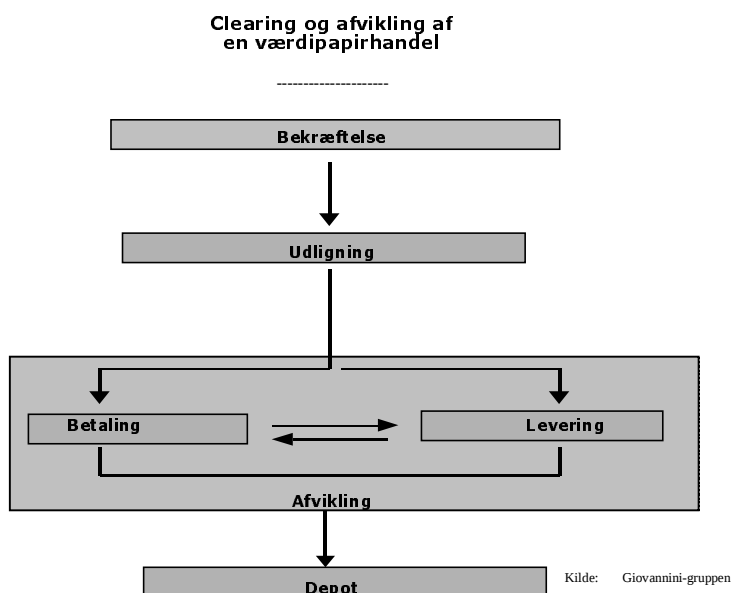
⁷ Recommendations for Securities Settlement Systems, rapport fra CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems, november 2001. Disse er blevet godkendt internationalt af centralbanker og regulerende myndigheder på værdipapirmarkedene som mindstestandarder for systemer til endelig afregning af transaktioner.

sammenslutninger på fællesskabs- og nationalt plan, markedsudøvere, institutionelle investorer, leverandører af infrastrukturydelser samt alle andre interesserede parter. Kommentarer er velkomne både om de overordnede politiske retningslinjer og om de specifikke spørgsmål, som denne tekst lægger op til.

II HVAD ER CLEARING OG AFVIKLING OG HVAD BETYDER DET?

Ved clearing- og afviklingsfunktioner forstås de processer, hvorved transaktioner i værdipapirer eller derivater afregnes endeligt – dvs. køber modtager det finansielle instrument og sælger modtager den tilsvarende betaling⁸. Man kunne kalde dem rygraden i de finansielle markeder. Processen indeholder flere forskellige komponenter, som ikke alle nødvendigvis gælder for hver enkelt transaktion:

- *Bekræftelse* af den pågældende handels betingelser og vilkår;
- Beregning af de involverede parter forpligtelser - *udligningsprocessen*, som kan resultere i netto- eller bruttomellemværender;
- Der kan eventuelt indskydes en *central medkontrahent* mellem de to parter i en handel, som derved bliver medkontrahent i forhold til begge parter i den pågældende transaktion;
- *Levering* af de pågældende værdipapirer fulgt op af en tilsvarende *betaling*, med det formål at opnå *afregning*.
- Opbevaring og forvaltning af værdipapirer i *depot*;
- *Registrering*, om nødvendigt, af ejerskabet af værdipapirerne i et retligt gyldigt register.



⁸ For forenklingens skyld bruges begrebet “clearing og afvikling” i nærværende meddelelse som fællesbetegnelse for hele spektret af aktiviteter, der kan komme på tale i forbindelse med en transaktions endelige afregning.

Effektive post-trading-procedurer er afgørende for, at markedsaktørerne – emittenter, investorer og formidlere – kan operere effektivt på et integreret finansielt marked i EU. I overensstemmelse hermed skal der arbejdes hen imod at forbedre de paneuropæiske clearing- og afviklingssystemer sideløbende med iværksættelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser.

Desuden er en central medkontrahent, clearing- og afviklingssystemer vigtige for det finansielle systems stabilitet: værdipapirafviklingssystemer ligger inde med de aktiver, som anvendes til at sikre betalinger i systemerne for engrosbetalinger og som sikkerhed i pengepolitiske transaktioner; centrale medkontrahenter er samlingspunktet for risiko på de markeder, de betjener. En praksis for risikostyring og et generelt indblik i disse systemer er vigtigt for at sikre, at det finansielle system er effektivt, likvidt, ordentligt og robust.

III DEN AKTUELLE SITUATION

Interessen for fælleseuropæiske finansielle aktiviteter er steget

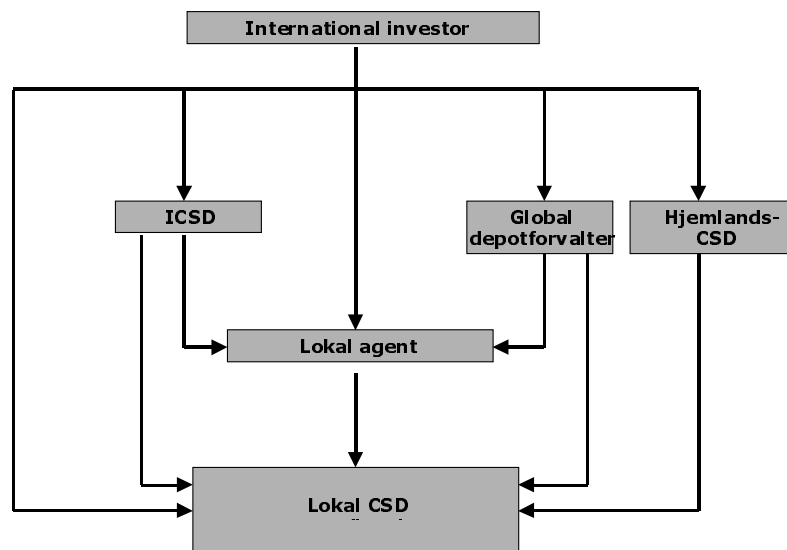
Markedsaktørerne kræver forbedret effektivitet og reducerede omkostninger ved endelig afregning af transaktioner over landegrænserne. De gør en lang række forbehold gældende: store banker og investeringsselskaber, som er aktive på flere forskellige markeder, ønsker at kunne centralisere deres værdipapirbeholdninger i et enkelt system for at gøre mere effektivt brug af sikkerhedsstillelse og minimere omkostningerne. Institutionelle investorer ønsker reducerede omkostninger ved investering i en diversificeret værdipapirportefølje på tværs af EU. Emittenterne ønsker adgang til dybe og likvide markeder, hvor de let kan rejse kapital. Småinvestorerne ønsker adgang til den bredest mulige vifte af værdipapirer til rimelige omkostninger og uden yderligere kompleksitet. For at disse betingelser kan opfyldes, skal pre- og post-trading-systemerne på tværs af Europa tilsammen udgøre et effektivt og integreret netværk.

Traditionelt blev alle valutatransaktioner i værdipapirer på indenlandske markeder afviklet ved at bruge det eller de systemer, der befandt sig i samme land som den pågældende børs. Der er en række faktorer, som får denne tidligere "ét system/ét land" praksis til at bryde sammen. Deltagerne på børserne er ikke længere begrænset til indenlandske aktører. Værdipapirer handles nu på mere end én børs eller på andre, ikke-indenlandske platforme, som har internationale deltagere, og som meget ofte er registreret i andre lande end det, hvor værdipapirerne handles. Den traditionelle model, hvorved stedet for afviklingen bestemmes af stedet for handlen, behøver således ikke længere at være relevant for alle markedsaktørerne.

De eksisterende grænseoverskridende clearing- og afviklingssystemer i EU er utilstrækkelige

De generelle systemer for afvikling af værdipapirtransaktioner i EU er generelt effektive på nationalt niveau, men er for komplekse og for dyre til et fælles finansielt marked i EU. Til illustration viser nedenstående diagram de mange forskellige kanaler, som anvendes for at få adgang til afviklingssystemerne i andre medlemsstater.

Kanaler for afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandel



Kilde: Giovannini-gruppen

Når systemerne er så *komplekse*, skyldes det primært en fragmentering, hvor fragmenteringsgraden og tilsvarende graden af risiko og omkostninger varierer alt efter type værdipapir, transaktion og de forskellige kompetencer. Der findes mange forskellige systemer med forskelligartede specifikationer og karakteristika. Det gør teknologi, tilslutningsaftaler, viden og den uddannelse, der er nødvendig for at gennemføre transaktioner på tværs af grænserne i EU, endnu mere komplekse. Forskelle i markeds- og systemregler, krav til deltagelse, retlige kompetencer, skal alle kunne forstås og overholdes for at sikre transaktionernes sikkerhed og endelige afregning.

Det er vanskeligt at sætte tal på *omkostningerne* ved at gennemføre værdipapirtransaktioner i EU. De varierer afhængigt af det pågældende værdipapir, type transaktioner, medkontrahentens karakter, transaktionens størrelse, og de berørte lande og systemer. Nye undersøgelser bekræfter, at post-trade-omkostningerne ved behandling af en grænseoverskridende (inter-system) værdipapirtransaktion i EU er flere gange højere end for en tilsvarende transaktion på et nationalt marked. Der drages nogen gange paralleller mellem omkostningerne ved post-trade behandling i USA, hvor det nationale marked også frembyder lavere omkostninger end dem, der indgår i grænseoverskridende transaktioner i EU. Disse højere omkostninger i EU omfatter både direkte omkostninger ved deltagelse i systemerne og transaktionsomkostninger, samt andre, mindre synlige omkostninger, som kan spores tilbage til forekomsten af barrierer, der skyldes EU's finansielle markeders fragmenterede infrastruktur. I Giovannini-rapporten blev der opstillet en liste over sådanne barrierer.

Eksisterende EU-lovgivning

De instrumenter, som udgør EU's overordnede regler for clearing og afvikling, lader sig ikke kombinere, så de udgør et hele, der dækker hele spektret af aktiviteter og funktioner, der indgår i afviklingen af transaktioner. De dækker heller ikke alle de typer af institutioner, som er involveret i sådanne aktiviteter. Faktisk er visse institutioner for nylig begyndt at bryde ud af deres traditionelle, klart definerede roller, hvilket har medført en udviskning af grænsedragningen mellem aktiviteter udført af forskellige institutioner. Det har på sin side ført til opfordringer til en "funktionel tilgang" til regulering, hvorefter reglerne for hver enkelt aktivitet skulle styres under hensyntagen til den pågældende aktivitets latente risici, og ikke til den type institution, der gennemfører aktiviteten. Således vil institutioner, der tilvejebringer

samme funktioner/ydelser, være underlagt samme rettigheder og forpligtelser. De eksisterende lovgivningsinstrumenter i EU er direktivet om endelig afregning i betalingssystemer (SFD), banksamordningsdirektivets bestemmelser om solvensnøgletal, kapitalkravsdirektivet (CAD) og til dels investeringsservicedirektivet (ISD). Som bilag I er vedlagt en mere udtømmende beskrivelse af de eksisterende retlige rammer.

Risici i forbindelse med clearing- og afviklingsaktiviteter

Der skal tages ordentlig hånd om de risici, som opstår som følge af forskellige typer post-trade aktivitet, og de skal overvåges. Ved grænseoverskridende aktiviteter er det ikke alene den tekniske kapacitet og risikostyringen af systemerne i sig selv, der er kritisk, men også den tekniske sammenkædning, der finder sted mellem disse systemer, og de retlige bånd, der knytter dem sammen⁹. Risici berører både spørgsmålet om, hvorvidt en enkelt deltagers konkurs vil kunne få en afsmitningseffekt på andre deltagere, eller på selve systemet, og den virkning, et svigt i systemet kunne få på stabiliteten i det mere overordnede finansielle system. "Public policy"-instansers interesser omfatter derfor dels problemer i forbindelse med den finansielle stabilitet i samfundet, spørgsmål om markedsregulering og dels risikoforebyggende tilsyn med både den centrale medkontrahent, selve clearing- og afviklingsinstitutionerne og deres deltagere. I et fuldt integreret netværk af post-trade ydelser på tværs af EU ville de risikoforebyggende og operationelle risici være stærkt komplekse og kræve en omhyggelig styring, således at clearing- og afviklingsinfrastrukturens overordnede integritet sikres, og det finansielle system som helhed udvides.

IV EU's MÅLSÆTNINGER

Der er to centrale politiske målsætninger for at opnå integrerede rammebetingelser for post-trade i EU. For det første at fjerne barrierer for endelig afregning af individuelle grænseoverskridende transaktioner, og derved forøge effektiviteten af grænseoverskridende clearing og afvikling i EU.

For det andet at fjerne forvridninger og begrænsninger i rammebetingelserne for post-trade i EU, således at forskellige aktører kan konkurrere med hinanden. De aktører, der tilvejebringer samme funktioner, bør være underlagt ensartede regler og forpligtelser og have tilsvarende rettigheder. Strukturen for handel og post-trade bør ikke begrænse eller forvride aktiviteten, ligesom der ikke bør være yderligere begrænsninger på gennemførelsen af grænseoverskridende (i modsætning til indenlandsk) aktivitet.

De politiske målsætninger, som er beskrevet ovenfor, er udformet med det formål at skabe betingelserne for en markedsrettet proces for omstrukturering af post-trade branchen. Til grund for disse målsætninger ligger en række principper: flere valgmuligheder for kunderne; bedre konkurrencevilkår; og fastholdelse af finansiell stabilitet og investorbeskyttelse.

⁹ Bilag 4 i henstillingerne fra CPSS-IOSCO's Joint Task Force indeholder en beskrivelse af, hvorledes afviklingen af grænseoverskridende handler kan give anledning til særlige risici: der kan opstå større depotrisici og retlige risici, fordi der er mange aktører og lande involveret; også arten af risiko i en given overførsel påvirkes, når afviklingen foregår uden for den pågældende værdipapircentral, eller når der forekommer afvikling på tværs af systemerne.

V HVORDAN OPNÅS DISSE MÅLSÆTNINGER

Disse målsætninger kan opnås gennem en kombination af aktioner, som er beskrevet nedenfor.

1 Afskaffelse af barrierer for endelig afregning af individuelle transaktioner over landegrænserne

Den første målsætning indebærer, at de hindringer, som medfører omkostninger og risici for dem, der gennemfører transaktioner over landegrænserne, fjernes. I Giovannini-rapporten var disse barrierer inddelt i tekniske barrierer eller barrierer som følge af markedspraksis, skattemæssige barrierer og retlige barrierer.

Tekniske barrierer og barrierer som følge af markedspraksis

Nogle af disse barrierer går udelukkende på tekniske krav, mens andre vedrører markedspraksis. Sidstnævnte gruppe er mere kompleks, til tider lovfæstet, til tider en følge af børsregler og til tider ganske enkelt tradition i den pågældende medlemsstat.

I bilag II er opregnet barrierer, som skyldes markedspraksis og tekniske barrierer som identificeret i Giovannini-rapporten, og der opstilles en række tiltag til håndtering af denne kategori af barrierer. De teknologiske og systemiske aspekter berører primært den private sektor. Det bør være op til markedet at beslutte, hvilken kombination af systemer, teknologi og/eller links, der vil være bedst egnet til at imødekomme markedets behov. Tiltag i stil med f.eks. indførelse af kommunikationsstandarder og harmonisering af systemer ville alle bidrage til større interoperabilitet, dvs. gøre det muligt for systemerne at spille sammen, konkurrere eller integreres.

Interoperabilitet er en proces, der kan inddeles i tre etaper:

- Opstilling af definitioner på de forskellige funktioner, der medgår til en transaktions endelige afregning.
- Fastsættelse af fælles processer og metoder for hvert enkelt trin i transaktionsforløbet – kriterier for deltagelse, afviklingsperioder og tidsfrister, nettingprocedurer og risikostyring.
- Vedtagelse af harmoniserede kommunikationsforbindelser og standarder for meddelelser.

Den teknik, der er nødvendig for at skabe interoperabilitet mellem systemerne, eksisterer allerede, men der er kun gjort få fremskridt i denne retning i EU. Det er der en række årsager til: For det første har den fortsatte usikkerhed om integrationsprocessens endelige resultat ført til en afventende holdning med hensyn til investering i forandringer. For det andet nævner nogle den fortsatte tilstedeværelse af skattemæssige og retlige hindringer som en begrænsende faktor. Men det manglende fremskridt kan måske også tilskrives en egensindig tilgang hos ejere, ledelse og brugere af infrastrukturerne, som opstår enten fordi de involverede parter på en eller anden måde nyder godt af de eksisterende fragmenterede betingelser, eller fordi de, som vil skulle afholde omkostningerne ved den tekniske udvikling, ikke er de samme som de, der forventes at få det største udbytte af denne udvikling.

Offentlige myndigheder i de enkelte lande og i EU bør søge at finde løsninger på denne uheldige markedssituation og få gennemført supplerende foranstaltninger. Nogle sådanne aktionsmuligheder er nærmere beskrevet i bilag II. F.eks. kan nationale myndigheder fjerne restriktioner i lovgivning og forenkle procedurerne for værdipapirudstedelse og virksomhedernes aktionsmuligheder. Det arbejde, som ECB/CESR's Joint Working Group har udført for at udvikle fælles principper og standarder, vil også bidrage til at mindske forskellene i markedspraksis.

Begrænsninger med hensyn til stedet for værdipapirafviklingen, som betyder, at det vil være nødvendigt at deltage i flere forskellige systemer, blev af respondenterne på Giovanninis spørgeskema nævnt som den næstvigtigste barriere. Kommissionen har indføjet et forbehold i sine forslag til revision af investeringsservicedirektivet¹⁰, som vil gøre det muligt for markedsaktørerne at vælge, hvor de ønsker at afviklingen skal ske. Denne ret vil give institutionerne mulighed for ud fra deres egne forretningsmæssige behov at beslutte, hvor de ønsker deres transaktioner afviklet og holde deres værdipapirer. De vil derfor kunne vælge at samle deres beholdninger i et enkelt system eller en kombination af systemer, og lade deres valg afhænge af omkostninger, effektivitet, finansieringsadgang, serviceniveau eller andre overvejelser, som de finder vigtige. Dette ville reducere kompleksiteten og tillade en mere effektiv styring af sikkerhedsstillelse. Kommissionen bør også arbejde på at tilsikre, at de retlige rammer for værdipapirtransaktioner understøtter aktiviteter over landegrænserne.

Er kombinationen af aktionsmuligheder som skitseret i bilag II den bedste tilgang til at fjerne denne type barriere? Hvilke aktioner bør prioriteres?

Skattemæssige barrierer

Forskelle i de procedurer, der anvendes på de nationale markeder til opkrævning og refusion af skatter, påvirker direkte finansielle aktiviteter over landegrænserne. I Giovannini-rapporten stilles der skarpt på to skattemæssige barrierer, som mere specifikt har med clearing og afvikling at gøre. De vedrører begge to institutionernes mulighed for at tilvejebringe skattemæssige ydelser uafhængigt af det land, hvor de er etableret. Nogle, men ikke alle nationale myndigheder, har allerede fjernet de eksisterende begrænsninger på de kategorier af institutioner, som kan tilvejebringe tjenesteydelser i deres land.

Visse skattemæssige barrierer rejser bredere, mere fundamentale problemer for de europæiske finansielle markeders funktion. De komplekse og mangeartede procedurer, der eksisterer for behandling af især udbytteskat og kapitalvindingsskat, giver sig udslag i højere omkostninger og i et behov for at bruge ydelser fra kreditformidlere med lokalt kendskab. Det seneste forslag fra Kommissionen til et direktiv om beskatning af renteindtægter¹¹ bygger på princippet om udveksling af information mellem medlemsstater. Direktivet om beskatning af renteindtægter fastlægger mindstekrav for betalende agents identifikation af de omfattede ejere og deres bopæl. Det vil sandsynligvis have en positiv afsmittning på de involverede institutioners administrative byrde.

Mere generelt behandles forskellige kategorier af handel, som f.eks. sikrede lån, swapper og repoforretninger skattemæssigt forskelligt fra det ene land til det andet. Disse forskelle giver sig udslag i tekniske barrierer, men har i realiteten ikke noget med clearing og

¹⁰ En revision af ISD påtænkes gennemført ultimo 2002. En yderligere høringsrunde om dette forslag blev iværksat i marts.

¹¹ Forslag til Rådets direktiv om beskatning af renteindtægter fra opsparing

afviklingssystemer at gøre, undtagen hvor de bruges som et middel til at iværksætte procedurer.

Det er nødvendigt, at Kommissionen foretager yderligere undersøgelser på dette område, således at tekniske forskelle i skattebehandlingsprocedurerne på værdipapirmarkedene ikke fortsætter med at hindre markedsdeltagernes muligheder for at gennemføre deres handels- og investeringsbeslutninger optimalt. Arbejdet er begyndt: eksempelvis afdækker Kommissionen i en meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet¹² specifikke skattemæssige hindringer for grænseoverskridende økonomiske aktiviteter på det indre marked og opstiller forslag til en række målrettede afhjælpningsforanstaltninger. Blandt de mange problemstillinger, som afdækkes i dette dokument, var risikoen for hindringer og forvridninger, som opstod i kølvandet af dobbeltbeskatningsaftaler.

Retlige barrierer

Retsreglerne for systemer til clearing og afvikling, deltagelse i disse systemer, besiddelse og overførsel af værdipapirer inden for systemer, bør være sunde og gennemsigtige, både i det normale forretningssamkvem og i tilfælde af insolvens eller misligholdelse. Det er især vigtigt i EU, hvor man i stigende omfang oplever, at værdipapirer, medkontrahenter i en transaktion, handelsplatform og systemer til endelig afregning af den pågældende transaktion, befinder sig i forskellige lande. De barrierer, som er kortlagt i Giovannini-rapporten, opstår som følge af konflikter i anvendelsen af lovregler, forskellige retsregler for værdipapirer og deres overførsel og behandling af bilateral netting.

Lovkonflikter

Der eksisterer ikke nogen enkelt lovbestemmelse om værdipapirtransaktioner i EU. Aktiviteter over landegrænserne giver ofte anledning til usikkerhed om den lovgivning, der skal anvendes på transaktioner, som cleares eller afvikles i forskellige lande. Udgangspunktet for den eksisterende EU-lovgivning har været at skabe større retssikkerhed med hensyn til de forskellige involverede landes fastlæggelse af gældende ret.

Direktivet om endelig afregning (SFD) og det foreslåede direktiv om sikkerhedsstillelse (CD) indeholder begge to bestemmelser, som repræsenterer en udvikling fra princippet om, at gældende lov bør være den lov, der er gældende i det land, hvor et værdipapir (eller ret til et værdipapir) befinder sig. I stedet skal værdipapiret behandles¹³, som om det befinder sig i det relevante register, konto eller system, hvor handlen er registreret. Dette princip kendes som PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach). Men SFD's og CD's regler gælder kun i visse afgrænsede tilfælde: SFD gælder kun for værdipapirer, der stilles som sikkerhed over for centralbanker og for betalings- og afviklingssystemer, mens CD udelukkende omfatter værdipapirer, der stilles som sikkerhed. Princippet bag PRIMA ligger også i forlængelse af den foreslåede Haag-konvention om værdipapirer i indirekte besiddelse (Hague Convention on Indirectly Held Securities) som planlægges gennemført i løbet af 2002. Konventionen omhandler den lovgivning, der finder anvendelse på ejendomsret til indirekte ejede værdipapirer, og tilstræber at fastsætte en ensartet metode, der kan anvendes i alle lande, der tiltræder konventionen. Kommissionen støtter intentionerne bag udviklingen af konventionen og er i øjeblikket i færd med at undersøge konventionsudkastets forenelighed med fællesskabslovgivningen. Dette ville bringe lovgivningen på linje med den eksisterende

¹² På vej mod et indre marked uden skattemæssige hindringer, 23. oktober 2002 ([COM \(2001\) 582](#)).

¹³ SFD artikel 9, stk. 2, og CD-udkastets artikel 10.

situation på markedet i Europa, hvorved stedet for den konto, hvorpå bogførte værdipapirer holdes, generelt betragtes som værende det sted, værdipapirerne befinder sig.

En mangfoldighed af retsregler for værdipapirer og overførsel heraf

I betragtning af de væsentlige afvigelser, der eksisterer i den retlige behandling af værdipapirer på tværs af EU¹⁴, er det blevet fremført, at en optimal løsning ikke vil være blot at opnå sikkerhed for, hvilken lovgivning der finder anvendelse, den ville også kræve, at der findes frem til en ensartet retlig behandling af værdipapirer på tværs af EU. Dette indebærer, at der etableres særlige retsregler for værdipapirer – en “fælles værdipapirkodeks”. Sådanne regler ville være mere vanskelige at udforme, navnlig for aktiers vedkommende, på grund af de mange forbindelsesled, der eksisterer med medlemsstaternes regler for indenlandsk ejendomsret, selskabsret, arveret og insolvensret. Kommissionen er derfor af den opfattelse, at det ikke er en løsning, som der vil kunne opnås enighed om på kort sigt.

Vil det være nødvendigt med yderligere foranstaltninger udover vedtagelsen af Haag-konventionen med henblik på at opnå en effektiv løsning af lovkonflikter i EU?

Ville vedtagelsen af disse foranstaltninger være tilstrækkelig til at løse de centrale retlige uoverensstemmelser for værdipapirtransaktioner i EU?

I benægtende fald, er en “værdipapirkodeks”, hvorved der etableres en fælles retlig behandling af værdipapirer på tværs af EU, da enten nødvendig eller ønskværdig?

2 Fjernelse af forvridninger og begrænsninger rammebetingelserne for i post-trading i EU

Den anden målsætning er også væsentlig for etablering af rammebetingelser, som understøtter større aktivitet over landegrænserne. En sådan aktivitet bør ikke være pålagt snærende begrænsninger, dog uden at markedets integritet eller den finansielle stabilitet sættes over styr. Det kræver, at forvridninger eller uligheder i behandlingen af samme aktiviteter skal fjernes. Dernæst bør alle markeder, leverandører af infrastrukturydelser og markedsaktører have lige adgang til alle nødvendige systemer, uanset deres beliggenhed. Fuldt integrerede markeder kræver fuld, gennemsigtig, ikke-diskriminerende, og først og fremmest effektiv adgang til systemerne. Anvendelse af konkurrencepolitikken sideløbende hermed kan styrke disse tiltag.

Ensartede konkurrencevilkår mellem institutioner, som beskæftiger sig med clearing og afvikling

De nuværende EU-regler afspejler en traditionel institutionel tilgang til regulering og medfører en uens behandling af clearing- og afviklingsaktiviteter. Bortset fra bestemmelserne i SFD er det kun clearing- og afviklingsinstitutioner med licens som banker eller investeringsselskaber, som er omfattet af EU's lovgivning. For at sikre konkurrencen mellem institutioner, der leverer samme ydelse på tværs af Europa, er det vigtigt at få skabt ensartede konkurrencevilkår.

En af de problemstillinger, der er dukket op i forbindelse med revisionen af ISD, er behandlingen af depotforvaltere med banklicens og værdipapircentraler (Central Securities

¹⁴ Og den åbne karakter af den type instrumenter, som kan beskrives som værdipapirer.

Depositories (CSD)), der ikke har licens som banker. Depotforvaltning er en accessorisk tjenesteydelse under ISD, således at investeringsselskaber (og banker) med et enhedspas, der udbyder finansielle kerneydelser, også kan tilbyde depotforvaltning over landegrænserne. Depotforvaltning er blevet fortolket bredt, og dækker værdipapirafvikling mellem depotforvalterens konti. Derved kommer det til at svare til, at banker/investeringsselskaber med licens som depotforvaltere, får et enhedspas til værdipapirafvikling på tværs af EU. Der eksisterer ikke nogen tilsvarende rettigheder for de værdipapircentraler, som hverken er banker eller investeringsselskaber. I takt med at depotforvaltere udvider paletten af aktiviteter, bliver grænsen mellem de ydelser, som depotforvaltere leverer og dem, som afviklingssystemerne tilbyder, imidlertid mere udvisket, således at deltagerne i systemerne vil kunne anses for at være konkurrenter til selve systemerne for visse tjenesteydelsers vedkommende, f.eks. "asset servicing". Høringen om ISD har stillet skarpt på denne reguleringsmæssige skævvridning og har ført til krav om klare retsregler, der omfatter clearing- og afviklingsaktiviteter¹⁵.

Et andet område, hvor behandlingen af banker/investeringsselskaber afviger fra behandlingen af depotforvaltere og leverandører af infrastrukturydelser, der ikke er banker, er spørgsmålet om kapitalkrav. Som det er i øjeblikket, vil to institutioner, som driver samme form for virksomhed, risikere at blive omfattet af forskellige regler og således have forskellige forpligtelser og rettigheder enten nationalt eller i EU. Ensartede konkurrencevilkår ville kræve, at samme aktiviteter behandles ens. Imidlertid findes der ikke på EU-niveau nogen fælles definitioner på post-trading aktiviteter, der kan være med til at bestemme egenkapitalkravene eller kapitalbehandlingen for engagementer over for specifikke institutioner. Dokumentet fra 1996 fra Basel-udvalget, der beskæftiger sig med behandling af multilateral netting under Basel-aftalen, opstiller visse "minimumsstandarder" for clearinginstitutter. Imidlertid findes der ikke tilsvarende standarder i europæisk lovgivning, som indeholder en fælles tilgang til de præcise aktiviteter, der gennemføres, og de dermed forbundne risici.

Kræves det for etableringen af ensartede konkurrencevilkår, at der på EU-niveau udvikles fælles funktionelle definitioner på clearing- og afviklingsaktiviteter?

Hvilke post-trading aktiviteter bør sådanne definitioner omfatte?

SFD beskytter overførsel af sikkerhedsstillelse i forbindelse med et system, som medtager overførsler til centrale medkontrahenter eller clearinginstitutter. Men der høres imidlertid af og til den påstand, at iværksættelsen af direktivet ikke har medført den ønskede ensartede behandling i EU af definitionen på "endelig afregning" eller af alle de risici, som er forbundet med driften af eller deltagelsen i systemerne. Kommissionen anmodes om at fremlægge en beretning om anvendelsen af dette direktiv til Europa-Parlamentet og Rådet. Til den ende er der indledt en undersøgelse, hvis resultater vil foreligge i 2003.

¹⁵ Mange respondenter på Giovannini-gruppens spørgeskema og høringen omkring ISD fremhævede, at det er nødvendigt med fælles EU-principper for godkendelse, tilsyn og kapitalkrav i clearinginstitutter. Ved at opstille fælles principper ville man således sikre ensartede konkurrencevilkår for clearinginstitutter og derved minimere risikoen for regelarbitrage blandt markedsdeltagere

Adgang til og valg af clearing- og afviklingsprocesser

Eksisterende lovgivning

I henhold til ISD er det i dag tilladt, at deltagere i regulerede markeder, der ikke er en del af de markeder, hvor selve transaktionerne finder sted, kan få adgang til det pågældende markeds clearing- og afviklingssystem. Clearinginstitutter og afviklingssystemer, der er centrale medkontrahenter, kan derfor og accepterer rent faktisk deltagere, der befinder sig i andre medlemsstater. Deltagelseskriterierne er første led i risikostyringen af et system, således at institutioner, der ønsker at blive direkte deltagere, teknisk, finansielt og retligt skal være i stand til at opfylde deres forpligtelser. Imidlertid skal deltagelseskriterier, som anvendes af systemet, være rimelige, objektive og gennemsigtige, ligesom kriterierne skal anvendes ensartet. Mere specifikt må der ikke finde forskelsbehandling sted, ej heller med hensyn til den tilbudte funktionalitet, som er baseret på art eller beliggenhed af de institutioner, der ansøger om lov til at deltage.

Retningslinjer for en revision af ISD

Høringsforslagene til en revision af ISD af marts 2002 vedrørende clearing og afvikling vil komme til give både markeder og investeringsselskaber muligheder for at vælge, gennem hvilke kanaler handler kan cleares og afvikles. Markedsdeltagerne ville kunne bruge en central medkontrahents clearingfaciliteter i andre medlemsstater til transaktioner uden for markedet og ville kunne vælge, hvor afviklingen af deres transaktioner skal finde sted, forudsat at de nødvendige koblinger er på plads for det system, de har valgt at bruge. Regulerede markeder ville kunne bruge ydelser fra centrale medkontrahenter, der er etableret i en anden medlemsstat, til visse eller alle transaktioner, forudsat at den kompetente tilsynsmyndighed giver sin tilladelse hertil.

Begrænsninger i de eksisterende forslag

Hverken den eksisterende ISD, eller planerne om revision heraf, indeholder reelt udtømmende rettigheder for adgang og valgmuligheder. De beskæftiger sig med nogle af de begrænsninger, som markedsdeltagerne står over for på stedet for afviklingen, men de giver ikke tilsvarende rettigheder til centrale medkontrahenter og værdipapircentraler, der skal være deltagere i andre clearing- og afviklingssystemer. EU's lovgivning kunne bruges til at få fastlagt rettigheder for adgang til og valg af og mellem alle typer institution, der er involveret i clearing- og afviklingsprocessen. Det må overvejes, hvorvidt der er effektivitets- og risikostyringsargumenter, som taler for bibeholdelse af "standard"-kanaler for transaktioner til centrale medkontrahenter.

Bør EU-lovgivningen anvendes til at udforme udtømmende rettigheder for adgang og valg på tværs og mellem alle niveauer af handels- og afviklingskæden?

Disse rettigheder for adgang og valgmuligheder vil ikke føre til øget integration eller konkurrence, hvis de ikke kan håndhæves effektivt. Udover de ovenfor beskrevne tekniske, operationelle og retlige problemstillinger, er der også gjort forbehold over for de muligheder, som nationale regulerende myndigheder har for at kunne gøre indsigelse med det argument, at det har negative virkninger for en smidig markedsafvikling. I mangel af aftalte standarder for godkendelse, tilsyn og kontrol med disse systemer, kan de nationale myndigheder være betænkelige ved brug af systemer i andre lande til endelig afregning af transaktioner på deres markeder, eller som involverer deres institutioner og investorer. De regulerende myndigheder skal på basis af fælles og objektive kriterier kunne vurdere de risici, som de forskellige

systemer og forbindelser frembyder, således at man undgår en vilkårlig begrænsning af adgangen og valgmulighederne.

Hvilke faktorer bør de markedsregulerende myndigheder være opmærksom på, når de skal beslutte, om de skal tillade brug af et system i en anden medlemsstat?

Udformning af en fælles tilsynsmæssig tilgang

Der findes i øjeblikket ikke nogen fælles regler for centrale medkontrahenters, afviklingssystemers og depotforvalteres status i EU. For at kunne udvikle en kobling mellem og konsolidering af systemer i Europa er det vigtigt nu at tage hul på de problemer, det rejser for offentlige myndigheder, således at nationale forskelle i regelpraksis ikke kommer til at virke som en stopklods for markedsudviklingen.

Som det er i øjeblikket, etableres samarbejde over landegrænserne og kommunikation mellem myndigheder med interesse i et system eller dets deltagere direkte mellem disse myndigheder, når og hvis der opstår fusioner og joint ventures. I takt med at der opstår grænseoverskridende fusioner og forbindelser, vil der komme til at hvile et større pres på de regulerende myndigheder for at sikre et effektivt tilsyn med disse funktioner. Det bliver mere og mere vigtigt at få klarhed over de eksisterende tilsynsordninger (dvs. hvilken myndighed, der blandt de myndigheder, der vil kunne blive involveret i grænseoverskridende clearing og afvikling, er kompetent for tilsynet med den pågældende grænseoverskridende aktivitet).

Den igangværende proces gennem ECB/CESR's Joint Working Group om udvikling af en fælles tilgang til en bred vifte af aspekter i relation til disse systemer kan kun skabe bedre forståelse for det eksisterende landskab og sikre større konvergens om problemstillinger, der har særlig reguleringsmæssig interesse i relation til forskellige systemer og aktiviteter. Gruppen har ligeledes gennemført en høringsøvelse og vil gøre brug af reaktionerne herpå i forbindelse med udviklingen af en eventuel europæisk tilpasning af CPSS/IOSCO's henstillinger.

Det er imidlertid muligt, at fælles branche- og/eller reguleringsmæssige standarder ikke er tilstrækkelige til at skabe fair og stabile rammer for grænseoverskridende anvendelse af clearing- og afviklingssystemer. Der vil fortsat være mulighed for at begrænse udøvelsen af retten til adgang og valgmuligheder. I dette tilfælde kunne der indføres overordnede principper i fællesskabsreglerne. Dette kunne ske i form af f.eks. et rammedirektiv, der indeholder aspekter som f.eks. godkendelse, tilsyn, risikostyringsteknikker, misligholdelsesordninger, eller kapitalmæssig behandling af sådanne institutioner.

Er der behov for en rammelovgivning til håndtering af disse funktioner på EU-niveau?

Hvis det er tilfældet, hvilke særlige aspekter bør medtages i en sådan lovgivning?

Konkurrencepolitik

Foranstaltninger, der skal sikre åben adgang og interoperabilitet mellem netværk, er i første omgang den vigtigste katalysator til sikring af bedre konkurrencevilkår mellem virksomheder, der leverer clearing- og afviklingsydelser. Men samtidig er det også nødvendigt sideløbende hermed at gøre brug af konkurrencereglerne.

Traktatens artikel 81, 82 og 86 (EU's konkurrenceregler) finder anvendelse på virksomheder i alle sektorer af økonomien, herunder clearing og afvikling.

I henhold til artikel 81 er alle aftaler mellem virksomheder, der kan påvirke handelen mellem medlemsstater væsentligt, og som har til formål eller følge at hindre, begrænse eller fordreje konkurrencen, forbudt. Med undtagelse af visse "hard core"-begrænsninger, som f.eks. prisfastsættelse, opdeling af markedet og produktionsbegrænsning, kan aftaler kun indebære en overtrædelse af artikel 81, hvis de indgås af virksomheder med tilstrækkelig markedsindflydelse til at skabe negativ påvirkning af markedet. Artikel 82 er en bestemmelse, som pålægger virksomheder, der har en dominerende stilling på markedet, visse forpligtelser. Effektive virksomheder drives med det formål for øje at skabe stærke markedspositioner op til et punkt, hvor de kan medføre betydelig magt på markedet. Det er ikke i sig selv forkert at have en dominerende stilling, hvis det er resultatet af virksomhedens egen effektivitet. Men hvis firmaet udnytter sin dominerende stilling til at hindre konkurrencen, foreligger der en ikke-konkurrencemæssig situation, som kan udgøre et misbrug i medfør af traktatens artikel 82.

Artikel 86 pålægger Kommissionen at påse, at medlemsstater (samt de pågældende virksomheder) overholder fællesskabets konkurrenceregler, når de giver eksklusive eller særlige rettigheder til virksomheder.

Kommissionens tjenestegrene er ved at gennemføre en omfattende uofficiel undersøgelse af clearing- og afviklingssektoren. Deltagerne i denne undersøgelse er markedsaktører, herunder banker, handelsplatforme, samt clearing- og afviklingssystemer. Formålet med undersøgelsen er at sikre, at fællesskabets konkurrencepolitik overholdes i denne vigtige sektor.

Kommissionen har allerede afdækket en række mulige konkurrenceforhold omkring clearing og afvikling.

- For det første har nogle markedsdeltagere peget på, at visse afviklingssystemer kan føre diskriminerende prispolitik, og at der anvendes ulige konkurrencevilkår på tilsvarende transaktioner.
- For det andet kan der eksistere eksklusivaftaler mellem børser og clearing- og afviklingssystemer, som begrænser konkurrencen inden for clearing- og afviklingsydelser.
- For det tredje har nogle markedsdeltagere understreget risikoen for, at der beregnes for høje priser for clearing- og afviklingsydelser, hvor (i) clearing- og/eller afviklingssystemet kontrolleres af en handelsplatform, og (ii) handler på den pågældende platform skal cleares og/eller afvikles i dette system (såkaldte "vertikale siloer").

Den uofficielle undersøgelse skal afdække, om nogle af disse mulige forhold er berettiget, og hvis de er det, hvorvidt de kan omfattes af EU's konkurrenceregler.

VI DE VIDERE SKRIDT

I nærværende meddelelse sammenfattes en række stærkt indbyrdes forbundne problemstillinger og de forskellige typer arbejde, der p.t. er i gang i Europa om dette emne. Den beskriver Kommissionens holdning, som den ser ud i dag på dette område og tilstræber at få indhentet synspunkter omkring, hvad der er de bedste skridt i vejen frem.

Der ønskes en meningstilkendegivelse senest den 31. august 2002, både på dokumentet som helhed, og på de specifikke spørgsmål, som teksten stiller skarpt på. Disse gengives nedenfor til information.

Efter at have modtaget de forskellige tilkendegivelser på denne høringsproces, vil Kommissionen bedre kunne tage stilling til, hvilken eller hvilke aktionsmuligheder der kunne være passende på dette område. Eventuelle aktionsmuligheder kunne være yderligere lovgivningstiltag til forbedring af retssikkerheden for værdipapirtransaktioner, eller et forslag til et rammedirektiv, der definerer funktioner og vilkår for clearing- og afviklingsinstitutioners virksomhed.

Samtidig vil en række andre initiativer give input til debatten:

- Giovannini-gruppen vil offentliggøre sin anden beretning og vil komme med sin egen indstilling til, hvor prioriteterne for aktionsmulighederne på dette område bør ligge, samtidig med at den undersøger mulige modeller for fremtiden.
- G30 vil komme med sine indstillinger til forbedring af de globale rammebetingelser for clearing og afvikling.
- ECB/CESR's Joint Working Group vil fortsætte sit arbejde omkring harmonisering af tilsyn.

Alle disse elementer vil, sammen med høringssvarene på denne meddelelse, give Kommissionen et afsæt for en beslutning om, hvad dens næste skridt bør være. Kommissionen vil i slutningen af 2002 offentliggøre et dokument, der skitserer resultaterne af denne politiske overvejelse og høringsproces, herunder fastsættelse af de yderligere skridt, den måtte have til hensigt at tage.

Spørgsmål som der ønskes et specifikt svar på

Er kombinationen af aktionsmuligheder som skitseret i bilag II den bedste tilgang til at fjerne denne type barriere? Hvilke aktioner bør prioriteres?

Vil det være nødvendigt med yderligere foranstaltninger udover vedtagelsen af Haag-konventionen med henblik på at opnå en effektiv løsning af lovkonflikter i EU? Ville vedtagelsen af disse foranstaltninger være tilstrækkelig til at løse de centrale retlige uoverensstemmelser for værdipapirtransaktioner i EU?

I benægtende fald, er en "værdipapirkodeks", hvorved der etableres en fælles retlig behandling af værdipapirer på tværs af EU, da enten nødvendig eller ønskværdig?

Kræves det for etableringen af ensartede konkurrencevilkår, at der på EU-niveau udvikles fælles funktionelle definitioner på clearing- og afviklingsaktiviteter? Hvilke post-trading aktiviteter bør sådanne definitioner omfatte?

Bør EU-lovgivningen anvendes til at udforme udtømmende rettigheder for adgang og valg på tværs og mellem alle niveauer af handels- og afviklingskæden?

Hvilke faktorer bør de markedsregulerende myndigheder være opmærksom på, når de skal beslutte, om de skal tillade brug af et system i en anden medlemsstat?

Er der behov for en rammelovgivning til håndtering af disse funktioner på EU-niveau? Hvis det er tilfældet, hvilke særlige aspekter bør medtages i en sådan lovgivning?

BILAG I: EU'S LOVGIVNINGSSITUATION

De overordnede regler findes hovedsagelig i direktivet om endelig afregning i betalingssystemer (SFD), bestemmelserne i banksamordningsdirektivet om solvensforholdstal, kapitalkravsdirektivet (CAD) og, indirekte investeringsservicedirektivet (ISD).

Direktivet om endelig afregning i betalingssystemer (98/26/EF). Formålet med SFD-direktivet er at få mindsket den systemiske risiko ved at deltage i betalingsafregnings- og værdipapirafviklingssystemer, navnlig når denne risiko står i forbindelse med en deltagers insolvens i sådan et system. Som sådant indeholder det bestemmelser om endelig afregning og ikke-tilbagekaldelsesret af overførselsordrer og betalingsnetting; insolvensbehandling bør ikke have tilbagevirkende kraft; hvilken insolvenslovgivning, der i tilfælde af insolvensbehandling mod en deltager i et system skal anvendes på denne deltagers rettigheder og forpligtelser i et betalingsafregnings-/værdipapirafviklingssystem; beskyttelse af den stillede sikkerhed mod virkningerne af insolvensbehandlingen, der finder anvendelse på deltagelsen i et system, og om den lovgivning, der finder anvendelse på grænseoverskridende sikkerhedsstillelse.

Banksamordningsdirektivet/kapitalkravsdirektivet (93/6/EØF, 98/31/EF, 98/33/EF). Der er to aspekter af disse direktiver og eventuelle fremtidige revisioner, som er relevante for clearing- og afviklingsinstitutioner. For det første behandlingen af engagementer over for centrale medkontrahenter, afviklingssystemer og depotforvaltere. For det andet selve institutionernes kapitalkrav.

I artikel 2, stk. 9 i direktiv 93/6/EØF hedder det, at "*engagementer med anerkendte clearinginstitutter og børser vægtes på samme måde som i de tilfælde, hvor den relevante medkontrahent er et kreditinstitut.*" Der findes ikke nogen fælles EU-definition på et "anerkendt clearinginstitut". I henhold til direktiv 98/33/EF kan medlemsstaternes kompetente myndigheder (indtil den 31. december 2006) fritage OTC-kontrakter fra krav om modpartsrisiko, såfremt en central medkontrahent, der er et clearinginstitut, anvendes, og alle deltagerne skal dagligt stille fuld sikkerhed for både den aktuelle og den fremtidige risiko. Det står ikke klart, hvorvidt denne sidste fritagelse omfatter institutter fra et andet land end det, hvor den centrale medkontrahent er godkendt.

Der pålægges ikke institutter, som udbyder centrale medkontrahentydelser, specifikke kapitalkrav. Men nogle europæiske centrale medkontrahenter er banker, og falder som sådan inden for lovgivningens rammer. Centrale medkontrahenter i Europa anvender en række forskellige modeller, der skal sikre, at de har tilstrækkelige ressourcer, der er likvide og af høj kvalitet, til at dække de risici, de påtager sig.

Der synes kun at opstå direkte krav til afviklingssystemer, hvor et system selv opererer som en bank. Direkte krav vil blive behandlet som et krav til en hvilken som helst anden bank. For så vidt angår kapitalkravene for selve systemerne, er det kun de systemer, der er banker eller investeringsselskaber, som vil være omfattet af kapitalkrav. Men som anført ovenfor har ikke-banksystemerne ikke nogen engagementer i forhold til deres deltagere og er derfor ikke underlagt nogen modpartskreditrisiko.

Investeringsservicedirektivet (93/22/EØF) ISD giver godkendte investeringsselskaber (og banker), via et enhedspas, direkte eller indirekte adgang til clearing- og afviklingsfaciliteter, der stilles til rådighed for deltagere i regulerede markeder i EU.

Forslag til direktiv om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, KOM(2001)168 endelig udg., [som Rådet nåede til foreløbig enighed om den 13. december 2001,] søger at få løst de centrale problemer, der vedrører grænseoverskridende brug af sikkerhed på de finansielle engrosmarkeder. Direktivet etablerer en effektiv og simpel fællesskabsordning for etablering af ordninger for sikkerhedsstillelse, der gør det muligt for markedsdeltagerne at aftale sådanne ordninger på samme måde i hele EU. Som sådant giver det begrænset beskyttelse til ordninger vedrørende sikkerhedsstillelse mod nogle regler i insolvenslovgivningen. Det skaber retssikkerhed med hensyn til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i form af dematerialiserede værdipapirer, ved at udvide de principper, der allerede anvendes under direktivet om endelige afregning med det formål at fastslå, hvor sådanne værdipapirer befinder sig. Endelig begrænses brugen af belastende formaliteter på enten etablering eller håndhævelse af ordninger for sikkerhedsstillelse. En begrænsning af de administrative byrder vil ligeledes fremme effektiviteten af centralbankernes grænseoverskridende aktiviteter og betalingsafregnings- og værdipapirafviklingssystemerne, som er omfattet af direktivet om endelig afregning, som ikke beskæftiger sig med sådanne spørgsmål.

**BILAG II: MULIGE AKTIONER TIL HÅNDTERING AF MARKEDSPRAKSIS OG
TEKNISKE BARRIERER**

Identificeret barriere i Giovanni-rapporten	Eventuel aktion fra den private sektor	Eventuel reaktion fra nationale myndigheder	Eventuel samordnet aktion på EU-plan
Forskellige IT-standarder og grænseflader	Vedtagelse af EU-standarder for kommunikation mellem systemer og mellem systemer og deres deltagere (ISO 15022)		Medtagelse af kommunikationsstandarder som led i eventuelle henstillinger fra EU. Fastsættelse af en deadline for indførelse af standarder med hensyn til Eurosystem-aktiviteter.
Nationale restriktioner der medfører brug af flere forskellige systemer		Foranstaltninger til afskaffelse af restriktioner indeholdt i national lovgivning Samordning/ informationsudveksling med andre medlemsstater for mere uhindret brug over landegrænser	Forbedret adgang og valgmuligheder gennem lovgivning for det indre marked – f.eks. ISD. Udvikling af fælles holdning til tilsyn med systemer for bedre brug over landegrænser
Forskellige regler og processer i relation til selskabernes aktionsmuligheder	Gennemførelse af standardiseret kommunikation mellem værdipapircentraler (ISO 15022)	Foranstaltninger til forenkling af processer (f.eks. behov for fysisk dokumentation).	
Manglende endelig afregning inden for dagen (intra-day finality) mellem systemer	Sikring af endelig afregning inden for dagen (intra-day finality) i links mellem systemer		
Hindringer for fjernadgang (remote access)	Systemer skal fungere gennemsigtigt, ikke-diskriminerende adgangskriterier. Alle deltagere skal have tilbudt samme faciliteter uanset beliggenhed.	Ophævelse af retlige restriktioner, der hindrer fri ret til fjernadgang	Bedre adgang til systemer – f.eks. gennem ISD Udvikling af fælles holdning til principper for adgang til systemer
Forskellige nationale afviklingsperioder	Harmonisering		Støtte til harmonisering gennem henstillinger/ standarder

Forskellige nationale åbningstider/afvikling	Harmonisering af åbningstider, harmonisering og gennemsigtighed af deadlines.		ECB-standarder kræver overensstemmelse med TARGET. EU-standarder/ Henstillinger om et mere bredt anvendelsesområde?
Forskellig udstedelsespraksis	Udvikling af links inden for dagen, standardisering af kommunikation (ISO 6166)	Undersøgelse af udstedelsespraksis og reduktion af kompleksitet f.eks. for allokering af ISIN	Medtagelse af kommunikationsstandarder som led i enhver henstilling fra EU.
Begrænsninger med hensyn til stedet, hvor værdipapirerne befinder sig		Foranstaltninger til ophævelse af restriktioner indeholdt i lovgivning, der kæder stedet for udstedelsen/registreringen sammen med stedet for afviklingen	Lettere valg af stedet for afviklingen gennem ISD Udvikling af retsregler til fremme af bedre overførsel af værdipapirer i hele EU
Restriktioner på primary dealers og market makers' aktivitet		Overvejelse af det fortsatte behov for restriktioner på et integreret marked og ophævelse heraf	Lettere valg af stedet for afviklingen gennem ISD Udvikling af retsregler til fremme af bedre overførsel af værdipapirer i hele EU