



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 28.4.2004
KOM(2004) 312 endelig

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

Clearing og afvikling i Den Europæiske Union - vejen frem

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

Clearing og afvikling i Den Europæiske Union - vejen frem

INDHOLDSFORTEGNELSE

Indledning

Den nuværende situation

1. Clearing- og afviklingsordninger
2. Hindringer identificeret i Giovannini-rapporterne
3. Ingen fælles rammer for regulering/tilsyn
4. Ingen ensartede spilleregler

Kommissionens mål

Kommissionens praktiske initiativer

1. Oprettelse af "rådgivnings- og tilsynsgruppen for clearing og afvikling"
2. Et rammedirektiv til effektiv og sikker clearing og afvikling over hele Europa
 - 2.1 Adgangsrettigheder og valgfrihed
 - 2.2 Fælles rammer for regulering/tilsyn
 - 2.3 Styring
3. Afhjælpning af forskelle i lovgivning, herunder skattelovgivning
 - 3.1 Projekt retssikkerhed
 - 3.2 Beskatningsspørgsmål
4. **Konkurrencespørgsmål og konkurrencepolitik**

Konklusioner

INDLEDNING

Indførelsen af et integreret og effektivt kapitalmarked i Europa er et af de vigtigste og mest ambitiøse økonomiske projekter i Den Europæiske Union for øjeblikket. Siden 1999, hvor handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser blev iværksat, er der gjort betydelige fremskridt i retning af dette mål, både med hensyn til lovgivningsforanstaltninger og markedsintegration.

Et vigtigt element i disse rammer bliver sikre og effektive ordninger, som er nødvendige for at kunne gennemføre transaktioner med værdipapirer ("clearing og afvikling"). Disse ordninger er for det meste usynlige for småinvestorerne, men de udgør selve kernen i alle værdipapirmarkeder og er helt nødvendige for, at disse kan fungere korrekt.

Selv om principperne bag disse processer og ordninger er ganske enkle, er ordningerne som sådan yderst komplekse at indføre og administrere, navnlig på tværs af grænserne. Rent indenlandske clearing- og afviklingsaktiviteter i EU er forholdsvis omkostningseffektive og sikre. Men grænseoverskridende ordninger er komplicerede og fragmenterede, hvilket resulterer i langt højere omkostninger, risici og manglende effektivitet. Uden effektive clearing- og afviklingsordninger vil markedsdeltagernes muligheder for og vilje til at handle med EU-værdipapirer ikke være optimale; finansmarkedernes likviditet vil blive påvirket, og prisen på kapital vil blive højere end nødvendigt.

På denne baggrund presser markedskræfterne på for at få indført langt større effektivitet i den fælleseuropæiske sammenhæng. Euroens indførelse og forbedringerne af informationsteknologien har bidraget til at øge antallet og den relative betydning af grænseoverskridende transaktioner. Resultatet er, at belastningen på og forventningerne til grænseoverskridende clearing- og afviklingsordninger er steget betydeligt. Udbydere af clearing- og afviklingstjenesteydelser forsøger at forbedre deres ydedygtighed, nedbringe omkostningerne og være til stede over hele Europa, enten alene eller gennem fusioner og alliancer, hvilket begynder at føre til en betydelig omstrukturering. Samtidig indfører lovgivere og tilsynsmyndigheder foranstaltninger for at øge tydeligheden og ensartetheden af standarderne for clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer, at ajourføre tilsynsmetoderne for at imødekomme udfordringerne som følge af udviklingen på markedet samt at forbedre sikkerheden.

I denne meddelelse skitserer Kommissionen, hvilke foranstaltninger den har til hensigt at gennemføre for at forbedre clearing- og afviklingssystemerne. Kommissionens fremgangsmåde er baseret på følgende overvejelser:

- det forfulgte mål er indførelsen af et effektivt, integreret og sikkert marked for clearing og afvikling af værdipapirer
- integrationen af clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer kræver en fælles indsats fra såvel markedskræfterne og de offentlige myndigheder. I den forbindelse vil Kommissionen søge at styrke koordineringen mellem organer i den private sektor, lovgiverne og myndighederne med henblik på at opnå det ønskede resultat så effektivt som muligt
- i en integreret sammenhæng uden hindringer skal infrastrukturleverandørerne og brugerne af de relevante tjenester have adgang til og mulighed for at vælge deres foretrukne clearing- og afviklingssystem med de korrekte tilladelser og tilsyn, som fungerer i fuld

overensstemmelse med EU's konkurrenceregler. Med henblik på at opnå et sådant liberaliseret system og sikre den gensidige anerkendelse af systemerne bliver der behov for EU-lovgivning i form af et rammedirektiv

- ved udøvelsen af sine beføjelser vil Kommissionen respektere principperne vedrørende subsidiaritet og proportionalitet, som er indskrevet i EU-traktaten, samt de enkelte medlemsstaters forskellige fremgangsmåder med hensyn til markedsstrukturer.
- retsgrundlaget for clearing og afvikling i EU skal være tydeligt, pålideligt og sammenhængende
- den yderligere konsolidering af clearing og afvikling i EU bør især være styret af markedet, dog således at legitime krav fra det offentlige side overholdes.

Kommissionen udbeder sig bemærkninger til alle aspekter af denne meddelelse fra Europa-Parlamentet, Rådet, Den Europæiske Centralbank, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg, Regionsudvalget, nationale regulerende og tilsynsførende myndigheder, andre organisationer og sammenslutninger på fællesskabs- og nationalt plan, markedsudøvere, institutionelle investorer, leverandører af infrastrukturydelser samt alle andre interesserede parter inden den 30. juli 2004.

Den vil færdiggøre sine beslutninger i løbet af 2005 med hensyn til valg af fremgangsmåde og det nøjagtige indhold af alle foranstaltninger, der måtte vise sig nødvendige.

DEN NUVÆRENDE SITUATION

1. Clearing- og afviklingsordninger

I denne meddelelse betegner udtrykket "*clearing og afvikling*" hele det system, der er nødvendigt for at afslutte en transaktion med værdipapirer eller derivater¹. Disse systemer omfatter en lang række institutioner, instrumenter, regler, procedurer, standarder og tekniske værktøjer.

Udførelsen af clearing- og afviklingsfunktioner er især overdraget til institutioner som værdipapircentraler og centrale medkontrahenter. Førstnævnte varetager navnlig funktioner i forbindelse med *afvikling* og *deponering*, mens sidstnævnte typisk udfører funktioner i forbindelse med *clearing*. Værdipapircentraler og centrale medkontrahenter har normalt ikke noget med småinvestorer at gøre. Adgangen til disse institutioner foregår via andre instanser, nemlig depotforvaltere og clearingmedlemmer, der fungerer som mellemmand ved clearing- og afviklingsaktiviteter. Men nogle mellemmand ønsker måske ikke at have direkte adgang til disse institutioner og benytter så andre mellemmand i stedet. Dermed er det mulighed for en system af mellemmand i flere niveauer.

I en nøddeskal kan hele systemet af institutionelle ordninger, der kræves for at afslutte en værdipapirtransaktion, defineres som et *clearing- og afviklingssystem* for værdipapirer. Inden for disse brede rammer kan man endvidere skelne mellem værdipapirafviklingssystemer, centrale medkontrahenter, depotforvaltere og clearingmedlemmer. Værdipapirafviklingssystemer kan defineres som systemer, der omfatter alle institutioner, der

¹ Medmindre andet angives, betegner udtrykket "transaktion(er)" både transaktioner med værdipapirer og derivater.

udfører funktioner forud for afviklingen, selve afviklingen og depotfunktioner; centrale medkontrahenter kan defineres som institutioner, der udfører *clearingfunktionen*. I denne meddelelse defineres *clearing*-funktionen som aktiviteter, der skaber sikkerhed mod eventuelle tab, hvis en kontrahent i en handel svigter ("risiko for genanskaffelsesudgifter"). Depotforvaltere yder tjenester som mellemmand inden for aktiviteten *afvikling*, mens clearingmedlemmer yder tjenester som mellemmand inden for *clearing*.

Traditionelt har *clearing* især betegnet processen med beregning af de gensidige forpligtelser ved udveksling af værdipapirer og penge, brutto eller netto, forud for afviklingen. Denne proces kan også omfatte netting med fornyelse, som bevirker, at medkontrahenterne sikres mod risikoen for genanskaffelsesudgifter. Da disse aktiviteter har forskellige risikoprofiler, betragtes førstnævnte aktiviteter (dvs. selve processen med beregning af de gensidige forpligtelser) i denne meddelelse som et led i før-afviklingen, mens sidstnævnte aktiviteter (dvs. de aktiviteter, der skal sikre medkontrahenterne mod risikoen for genanskaffelsesudgifter) defineres som *clearing*. *Afvikling* betragtes på den anden side som omfattende den endelige overdragelse af værdipapirerne fra sælger til køber samt af midler fra køber til sælger.

Grænseoverskridende transaktioner kan afregnes gennem følgende kanaler:

- 1) direkte fjernadgang til afviklingssystemer for værdipapirer i udlandet
- 2) brug af en depotforvalter med direkte eller indirekte adgang - typisk gennem en lokal deltager - til afviklingssystemer for værdipapirer i udlandet
- 3) brug af en værdipapircentral eller en international værdipapircentral², som har direkte eller indirekte adgang til det udenlandske afviklingssystemer for værdipapirer.

I en grænseoverskridende sammenhæng kan afviklingssystemer for værdipapirer omfatte direkte tjenester til fjerne deltagere i forbindelse med værdipapirer, hvor de udgør det sidste punkt i afviklingen (punkt 1 ovenfor). Som allerede nævnt fungerer depotforvaltere typisk som mellemmand ved afviklingsaktiviteter. I den egenskab arbejder de ligeledes med afvikling på tværs af grænserne (punkt 2 ovenfor). Værdipapirafviklingssystemer kan også fungere som mellemmand, dvs. som investor-værdipapirafviklingssystemer i forbindelse med værdipapirer, der er deponeret endeligt i et andet værdipapirafviklingssystem, som betegnes udsteder-værdipapirafviklingssystem (mulighed 3 ovenfor).

I forbindelse med afviklingstjenester på tværs af grænserne er værdipapirafviklingssystemer i deres egenskab af mellemmand og depotforvaltere i det mindste potentielt konkurrenter. Muligheden for at udsteder-værdipapirafviklingssystemet kan tilbyde direkte fjernadgang betyder, at det i det ligeledes mindste potentielt kan konkurrere med investor-værdipapirafviklingssystemer og depotforvalterne om levering af grænseoverskridende afviklingstjenester³.

² Internationale værdipapircentraler er værdipapirafviklingssystemer til eurobonds. De eneste to eksempler på internationale værdipapircentraler er Euroclear Bank og Clearstream Banking Luxembourg.

³ Det samme gælder clearing gennem en central medkontrahent. Grænseoverskridende clearing kan enten foregå ved hjælp af fjernadgang eller tjenesteydelser leveret af et almindeligt clearingmedlem eller gennem tjenesteydelser leveret af en anden central medkontrahent. I sidstnævnte tilfælde behandler den

De nuværende systemer for endelig afregning af transaktioner i EU er generelt effektive på nationalt plan, men meget ineffektive på tværs af grænserne. Clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU har historisk set udviklet sig separat i de enkelte lande, idet den grænseoverskridende handel tidligere var meget begrænset. Som følge af de betydelige stordriftsfordele og udbredelsen, der kendetegner værdipapirafviklingssystemerne og de centrale medkontrahenter, har de nationale systemer oplevet en konsolideringsproces, der har ført til nationale monopoler eller quasimonopoler, der fungerer inden for ensartede tekniske, lovgivningsmæssige og juridiske rammer.

Ineffektiviteten i de grænseoverskridende systemer i EU skyldes manglen på overordnede tekniske standarder, forskellig branchepraksis og et usammenhængende grundlag med hensyn til beskatning, lovgivning og administrative bestemmelser. Dette har medført, at grænseoverskridende *clearing* og *afvikling* i EU er dyrere og mere kompliceret end i rent nationale systemer og potentielt mindre sikker. Denne fragmenterede markedsstruktur er ikke længere acceptabel på et tidspunkt, hvor investeringsstrategierne i stadig højere grad er baseret på fælleseuropæiske, sektorbaserede overvejelser, og hvor man er på vej til at oprette et fælles finansmarked i EU.

I Europa-Parlamentets beslutning fra januar 2003⁴ understregedes det, at de nuværende clearing- og afviklingsordninger ikke giver mulighed for, at grænseoverskridende transaktioner kan behandles effektivt, og at det derfor ikke fuldt ud er muligt at udnytte det indre marked for finansielle tjenester. Parlamentet bemærkede, at markedets nuværende tilstand gør det nødvendigt at udarbejde et direktiv. Parlamentet foreslog, at værdipapircentralernes risiko bør begrænses til driftsrisikoen, og at værdipapircentralernes levering af tjenester med merværdi bør adskilles funktionelt. Det opfordrede også Kommissionen til nøje at studere det amerikanske eksempel med et samlet system for clearing, afvikling og deponering. Kommissionen opfordrer interesserede parter til at fremsætte bemærkninger i lyset af Europa-Parlamentets opfordring om, at dette område undersøges nærmere.

2. Hindringer identificeret i Giovannini-rapporterne

På det seneste har der været kraftigt fokus på arten af problemerne inden for dette område. Blandt andre rapporter om emnet identificerede man i de to rapporter fra ***Giovannini-gruppen*** 15 hindringer, som blev opdelt i tekniske hindringer, hindringer, som skyldes markedspraksis, hindringer i forbindelse med beskatningsprocedurer og juridiske hindringer ("Giovannini-hindringerne")⁵ som de væsentligste årsager til fragmentering og manglende effektivitet. Konklusionen i rapporterne var, at indtil disse hindringer afskaffes, vil clearing- og afviklingssystemerne i EU være en række sidestillede nationale, ikke-integrerede markeder.⁶

centrale medkontrahent "investor-central medkontrahenten" som en deltager, der kræver en fortjeneste, der står i forhold til sidstnævntes stilling.

⁴ Europa-Parlamentets beslutning om Kommissionens meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet om clearing og afvikling i Den Europæiske Union: "Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer".

⁵ Se bilag I for en liste over de hindringer, der identificeres i Giovannini-rapporterne. Den fuldstændige tekst i de to Giovannini-rapporter findes på Kommissionens websted og behandles derfor ikke nærmere i denne meddelelse.

⁶ Relevansen af de hindringer, der identificeres af Giovannini-gruppen, blev sammen med manglen på en fælles lovgivnings-/tilsynsramme og ensartede spilleregler inden for systemerne for clearing og afvikling af værdipapirer (se nedenfor) behandlet i Kommissionens første meddelelse om *clearing* og *afvikling*, "Clearing og afvikling i Den Europæiske Union - Centrale politiske problemstillinger og

Giovannini-hindringerne bremser integrationen af clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU, men påvirker gennemførelsen af grænseoverskridende clearing og afvikling i forskellig grad. I rapporterne anerkendes det, at en af de største hindringer for integration skyldes restriktioner på stedet for clearing og afvikling. Sådanne restriktioner giver ikke markedsdeltagerne fri adgang til og valg mellem placeringer for clearing og afvikling, og de fjerner dermed en væsentlig forudsætning for øget konkurrence og effektivitet ved levering af grænseoverskridende tjenesteydelser.

Men selv om hindringerne med hensyn til stedet for clearing og afvikling blev fjernet, ville andre hindringer, som Gionvannini-gruppen identificerede, fortsat begrænse den faktiske udøvelse af de relevante adgangsrettigheder og valgfrihed. Nogle af disse hindringer gør det mere attraktivt eller sågar obligatorisk at benytte lokale deltagere for at få adgang til værdipapirafviklingssystemer i udlandet. Dette gælder alle operationer, hvis gennemførelse kræver specialviden eller lokal ekspertise (f.eks. nationale forskelle vedrørende behandlingen af værdipapirinteresser, der er deponeret hos en mellemmand, selskabsretlige rettigheder, praksis for udstedelse af værdipapirer osv.), eller når den lokale deltagelse er obligatorisk (f.eks. regler i en medlemsstat, som betyder, at kun lokale mellemænd må tilbageholde kildeskatt). Disse hindringer forhindrer i praksis, at udenlandske investorer eller mellemænd kan benytte andre grænseoverskridende afviklingsmetoder end gennem lokale deltagere.

En anden kategori af hindringer udgør en effektiv bremse på brugen af værdipapirafviklingssystemer som mellemænd ved grænseoverskridende afvikling. Et eksempel på denne type af hindringer kan være, at opkrævning af transaktionsskatter kun kan ske via en funktion, der er indbygget i det lokale værdipapirafviklingssystem; brugen af et andet system kan betyde, at man kommer til at betale højere transaktionsskatter. Konsekvensen er, at markedsdeltagerne på grund af omkostningerne ikke bruger deres foretrukne placering for afviklingen.

Andre hindringer er en kilde til ekstraomkostninger og/eller risici i sammenligning med national *clearing og afvikling* (f.eks. forskelle i informationsteknologi og grænseflader osv.). Fjernelsen af sådanne hindringer vil nedbringe de samlede forskelle i omkostninger og risiko mellem henholdsvis grænseoverskridende og national clearing og afvikling.

3. Ingen fælles rammer for regulering/tilsyn

Et andet vigtigt aspekt, der kendetegner de europæiske clearing- og værdipapirafviklingssystemer, er manglen på en fælles ramme for regulering og tilsyn. De offentlige myndigheder har ansvaret for sikkerheden ved clearing- og sikkerhedssystemer for værdipapirer, både med hensyn til beskyttelse af investorerne og systemets stabilitet. Når systemerne fungerer på tværs af grænserne, skal de nationale myndigheder også kunne stole på, at alle de tilknyttede udenlandske systemer reguleres og overvåges korrekt.

Hvis der ikke findes fælles rammer for reguleringen, kan reguleringsmyndighederne nægte adgangen til eller modsætte sig brugen af udenlandske systemer for at sikre, at markederne fungerer uden problemer, og garantere økonomisk stabilitet.

Som reaktion på disse problemer har det europæiske system af centralbanker (ESCB) samt udvalget af europæiske regeludstedende myndigheder på værdipapirområdet (CESR) nedsat en fælles arbejdsgruppe, *ESCB/CESR-arbejdsgruppen*, der skal udvikle fælles standarder for

enheder, der tilbyder clearing- og afviklingstjenesteydelser i EU. Deres arbejde er baseret på en tilpasning af CPSS-IOSCO⁷- henstillingerne⁸ til den europæiske sammenhæng. ESCB og CESR sendte deres udkast til standarder til offentlig høring i juli 2003⁹. Standarderne bliver ikke obligatoriske; de vil derfor ikke træde i stedet for national lovgivning, som kan påvirke de kompetente nationale myndigheders praktiske gennemførelse af dem.

4. Ingen ensartede spilleregler

Manglen på en hensigtsmæssig juridisk ramme i EU vedrørende systemer til clearing og afvikling af værdipapirer og det forhold, at visse institutioner, der tilbyder clearing- og afviklingstjenesteydelser, er godkendt som banker/investeringselskaber, giver anledning til to centrale spørgsmål vedrørende ensartede spilleregler.

Mens banker og investeringsselskaber kan tilbyde depot- og afviklingstjenester på tværs af grænserne ved hjælp af deres ISD-pas, findes der ingen tilsvarende rettigheder for de udbydere af clearing- og afviklingstjenester, der ikke er banker eller investeringsselskaber.

I samme forbindelse er der også forskelle med hensyn til de kapitalkrav, der er gældende for udbydere af clearing- og afviklingstjenester. Der findes navnlig forskelle mellem organisationer, der er godkendt som banker, på den ene side og organisationer uden denne godkendelse på den anden. Som følge af manglende harmonisering på dette område findes der også forskelle blandt de organisationer, der tilbyder clearing- og afviklingstjenester, som ikke er godkendt som banker.

Ganske vist kan der være virksomheder, der er godkendt som banker, og som tilbyder mægler- og banktjenester samt de grundlæggende infrastrukturelle depot- og afviklingstjenester, men der gives ikke nødvendigvis samme rettigheder til depotforvaltere i visse medlemsstater.

KOMMISSIONS MÅL

Kommissionens overordnede mål er indførelsen af et clearing- og afviklingssystem for værdipapirer i EU, der er effektivt og sikkert, og som garanterer ensartede spilleregler for de forskellige udbydere af clearing- og afviklingstjenester. Med henblik på at nå dette mål skal følgende foranstaltninger og politikker efter Kommissionens mening gennemføres:

- a) **liberalisering og integration** af eksisterende clearing- og værdipapirafviklingssystemer gennem indførelse af omfattende adgangsrettigheder på alle niveauer og fjernelse af de eksisterende hindringer for grænseoverskridende clearing og afvikling
- b) fortsat anvendelse af **konkurrencepolitik** til at imødegå restriktiv markedspraksis samt for at overvåge den fortsatte konsolidering inden for branchen
- c) indførelse af **fælles rammer for regulering og tilsyn**, der sikrer økonomisk stabilitet og investorbeskyttelse, hvilket skal føre til gensidig anerkendelse af systemerne

⁷ Committee on Payments and Settlements Systems of the G10 central banks and International Organisation of Securities Commissions.

⁸ Recommendations for Securities Settlement Systems, rapport fra CPSS-IOSCO's taskforce om afviklingssystemer for værdipapirer, november 2001.

⁹ "Consultative Report: Standards for Security Clearing and Settlement Systems in the European Union", juli 2003.

- d) gennemførelse af hensigtsmæssige **styringssystemer**.

Liberaliserede og integrerede clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU kræver, at alle de forskellige muligheder for grænseoverskridende clearing og afvikling er tilgængelige for markeder, udbydere af clearing- og afviklingssystemer samt investorer. Først når der er fuld valgfrihed med hensyn til clearing og afvikling af grænseoverskridende transaktioner, vil der være fuld konkurrence, hvilket kan skabe positive virkninger i form af prisnedsættelser og økonomisk effektivitet.

Hvis der skal være fuld valgfrihed, skal systemerne have adgang til hinanden. Kommissionen mener derfor, at et grundlæggende skridt i retning af et liberaliseret og integreret marked for clearing og afvikling i EU er indrømmelsen af omfattende valgfrihed og adgangsrettigheder til alle udbydere af clearing- og afviklingstjenester, herunder centrale medkontraahenter og værdipapirafviklingssystemer. Sådan er situationen ikke i dag, og det bliver den heller ikke med vedtagelsen af det nye ISD på grund af de resterende nationale og kommercielle restriktioner på placeringen af clearing og afvikling.

Indførelsen af omfattende adgangsrettigheder og valgfrihed vil imidlertid ikke være effektivt eller tilstrækkeligt, hvis ikke de resterende hindringer, som identificeres i Giovannini-rapporterne, fjernes. Fjernelsen af tekniske hindringer eller hindringer, der skyldes markedspraksis, hindringer vedrørende beskatningsprocedurer og juridiske hindringer er et nødvendigt element, hvis clearing og afvikling i EU skal kunne integreres. Derfor støtter Kommissionen den overordnede fremgangsmåde, som der lægges op til i de to Giovannini-rapporter. Kommissionen støtter også det specifikke forslag fra Giovannini-gruppen om, at fjernelsen af hindringer skal ske gennem en fælles indsats fra den private og den offentlige sektor samt i en hensigtsmæssig rækkefølge.

En anden vigtig hindring for grænseoverskridende clearing og afvikling, som de offentlige myndigheder skal forholde sig til, vedrører afvikling af den kontante del af værdipapirtransaktionerne. I øjeblikket har fjerne deltagere i de nationale centralbanker i eurosystemet ikke adgang til intradag-kreditfaciliteterne, som centralbankerne stiller til rådighed for indenlandske deltagere. Det er ikke noget problem for værdipapirafvikling i TARGET¹⁰'s åbningstid, idet deltagerne i TARGET let kan flytte midler fra en konto til en anden. Men det bliver imidlertid et problem uden for TARGET's åbningstid, navnlig i tilfælde, hvor værdipapirafviklingssystemerne udfører afviklingsprocesser i nattens løb.

Efter Kommissionens opfattelse skal afviklingen af kontantdelen af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner generelt foregå så let som muligt, når det er foreneligt med målsætningerne i eurosystemet og de øvrige centralbanker i EU, f.eks. ved at give bankerne mulighed for at samle likviditet på en central bankkonto og derefter overføre midlerne i værdipapirafviklingssystemernes åbningstid eller eventuelt benytte en enkelt konto, hvilket bliver muligt med den planlagte forbedrede version af TARGET (TARGET 2¹¹), med henblik på at forbedre deres afviklingsaktivitet i EU¹².

¹⁰ TARGET er det europæiske net af realtidsbruttoafviklingssystemer.

¹¹ ECB, "TARGET 2: Principles and Structure", 16 december 2002. TARGET 2 giver mulighed for at konsolidere de tekniske platforme i de nationale systemer "i de centralbanker, der... beslutter at opgive deres individuelle platforme". En sådan konsolidering vil uden tvivl lette den grænseoverskridende afvikling.

¹² Konsulentrapporten fra CESR/ESCB indeholder en tilsvarende anbefaling til centralbankerne, idet de opfordres til at "forbedre mekanismen for tilrådighedstillelse af penge fra centralbankerne ved f.eks. at

Selv om liberaliseringen og integrationen af markederne er centrale aspekter af hele processen, vil det ikke være tilstrækkeligt til at sikre effektive clearing- og afviklingssystemer i Europa. Konkurrencemyndighederne vil også skulle sikre, at udbydere af clearing- og afviklingstjenester overholder *konkurrencelovgivningen*. Integrationen af de eksisterende clearing- og afviklingssystemer kan øge effektiviteten; dette potentiale bør ikke hæmmes ved, at clearing- og afviklingssystemerne indfører konkurrencebegrænsende praksis, såsom uretmæssig afvisning af adgang eller indførelse af uforholdsmæssigt høje og/eller diskriminerende priser.

Ud over de ovennævnte foranstaltninger mener Kommissionen, at der bør indføres en *fælles ramme for regulering og tilsyn* i EU. En sådan ramme vil styrke sikkerheden i clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer og give mulighed for gensidig anerkendelse. Det er rent faktisk af vital betydning for finansmarkedernes sikkerhed og stabiliteten i hele finanssystemet, at alle post trade-systemer fungerer sikkert. Deltagerne i clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer står over en række forskellige risici¹³. Hvis en deltagers manglende afvikling betyder, at andre deltagere ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser, kan et clearing- og afviklingssystem for værdipapirer blive en kilde til alvorlig økonomisk ustabilitet.

Eftersom clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer ligger inde med de aktiver, som anvendes til at sikre betalinger i systemerne for engrosbetalinger og som sikkerhed i pengepolitiske transaktioner, er deres sikkerhed og effektivitet også af største betydning for betalingssystemernes og pengepolitikens effektivitet.

Det er også nødvendigt, at værdipapirtransaktioner afsluttes hurtigt og effektivt i overensstemmelse med handelsbetingelserne. Hvis investorerne opfatter et clearing- og afviklingssystem for værdipapirer som usikkert, vil de ikke være indstillet på at indgå i finansielle transaktioner, der cleares og afvikles inden for det pågældende clearing- og afviklingssystem for værdipapirer. I sådanne tilfælde vil det få direkte konsekvenser for finansmarkedets likviditet og indirekte på prisen på kapital.

Derfor kan reguleringsmyndighederne under den nuværende reguleringsmæssige ramme nægte adgangen til eller modsætte sig brugen af udenlandske systemer, hvis de ikke har tillid til, at de markeder, som de er ansvarlige for, fortsat kan fungere problemfrit, og at den overordnede økonomiske stabilitet sikres.

Kommissionen er af den opfattelse, at dette problem skal løses, og at liberaliseringen og integrationen af clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer skal ledsages af et fælles regulerings- og tilsynssystem, som vil øge sikkerheden inden for det samlede clearing- og afviklingssystem i EU og samtidig føre til gensidig anerkendelse af systemerne.

Indførelsen af foranstaltninger med henblik på at liberalisere adgangen og indføre en fælles ramme for regulering/tilsyn vil ligeledes skabe ensartede rammer, idet man fjerner de eksisterende forskelle med hensyn til adgangsrettigheder og kapitalkrav mellem de udbydere af clearing- og afviklingstjenester, som er godkendt som banker, og dem, som ikke er. De samme aktiviteter bør i praksis behandles ens (den "funktionelle metode"), uanset hvilke institutioner, der udfører dem. Denne fremgangsmåde forudsætter, at der vedtages fælles

udvide åbningstiderne for kontantoverførselssystemerne og ved at lette adgangen til kontantkonti hos centralbankerne."

¹³ Disse risici omfatter likviditetsrisikoen, kreditrisikoen, depotrisikoen, den operationelle risiko og den retlige risiko. Se CRSS-IOSCO-henstillingerne for en grundig diskussion af disse spørgsmål.

definitioner for aktiviteterne i forbindelse med *clearing-* og *afviklingsprocessen*. Den indebærer imidlertid ikke nogen adskillelse af funktionerne på dette tidspunkt. Parterne opfordres imidlertid til at fremsætte bemærkninger til en sådan metode i lyset af de ordninger, der findes på visse europæiske indenlandske markeder, og hvorefter der sondres mellem infrastruktur- og bankfunktioner.

Nogle af de offentlige myndigheders bekymringer vedrørende sikkerheden ved clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer og centrale medkontrahenter og deres eventuelle indførelse af konkurrencebegrænsende praksis kan også afhjælpes på forhånd ved at indføre effektive **styringsmekanismer**. Sådanne mekanismer bør overvejes som et supplement til ovennævnte politikker: konkurrencepolitikken samt en effektiv regulering og et effektivt tilsyn.

Kommissionens politik vedrørende clearing og afvikling vil derfor være fokuseret på (a) **liberalisering og integration** af de eksisterende clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer, (b) anvendelse af **konkurrencepolitikken**, (c) indførelse af en **fælles ramme for regulering og tilsyn**, herunder spørgsmålet om definitioner, og (d) indførelse af hensigtsmæssige **styringsmekanismer**.

* * *

Når alle de krævede foranstaltninger er indført, ventes konsolideringen blandt værdipapirafviklingssystemerne og de centrale medkontrahenter at tage fart. Kommissionen er enig i konklusionerne i både Lamfalussy- og Giovannini-rapporterne om, at konsolideringsprocessen skal bestemmes af markedet.

Kommissionen finder, at hvis der indføres hensigtsmæssige sikkerhedsforanstaltninger for regulering/tilsyn og konkurrencepolitikken, skal den forholde sig neutral i forhold til strukturelle spørgsmål som (a) graden og formen af konsolideringen (enten horisontal eller vertikal) og (b) muligheden for, at værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahenter kan tilbyde tjenesteydelser som mellemmand og banktjenesteydelser. Såfremt disse sikkerhedsforanstaltninger gennemføres, vil Kommissionen afstå fra at foreslå eller indføre nogen specifik markedsstruktur og/eller institutionel struktur; den vil også afstå fra et foreslå eller indføre en adskillelse af mellemmands- og bankaktiviteterne, som efterhånden vil blive tilbudt af værdipapirafviklingssystemer eller centrale medkontrahenter. Markedskræfterne vil fastsætte *clearing-* og *afviklingsbranchens* "endelige" struktur. Markederne og ikke reguleringsmyndighederne står bedst placeret til at afgøre branchens struktur samt den kombination af konsolidering og integration, der bedst opfylder behovet.

Myndighedernes overordnede mål bør være at lette denne proces, at støtte markedskræfterne og samtidig sikre, at der tages hensyn til målene for den offentlige politik. Sådanne offentlige politiske mål skal opfyldes gennem den planlagte fælles ramme for regulering og tilsyn, gennem fuld overholdelse og gennemførelse af bestemmelserne i den eksisterende konkurrencelovgivning på nationalt plan og i Fællesskabet og endelig ved indførelse af hensigtsmæssige styringsmekanismer.

KOMMISSIONENS PRAKTISKE INITIATIVER

Gennemførelsen af ovenstående mål - det vil sige indførelsen af effektive og sikre clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU, som garanterer ensartede vilkår for de forskellige udbydere af clearing- og afviklingstjenesteydelser - bliver en langvarig og kompliceret proces og kræver en fælles indsats af markedets infrastrukturer,

markedsdeltagerne, reguleringsmyndigheder og lovgivere. Kommissionen mener, at den må spille en vigtig rolle med hensyn til at skabe den nødvendige politiske dynamik, koordinere foranstaltningerne og foreslå specifikke lovgivningsforanstaltninger med henblik på at etablere den nødvendige lovgivningsmæssige ramme.

På grundlag af ovenstående har Kommissionen til hensigt at:

- a) **Oprette en rådgivnings- og overvågningsgruppe:** Kommissionen har til hensigt at oprette en rådgivnings- og tilsynsgruppe med henblik på at afhjælpe alle Giovannini-hindringerne, hvor den private sektor har eneansvaret eller en del af ansvaret, samt fremme det overordnede integrations- og liberaliseringsprojekt.
- b) **Fremsætte forslag til et direktiv om clearing og afvikling:** Kommissionen anser det for nødvendigt at supplere den markedsbestemte afskaffelse af de relevante Giovannini-hindringer med en sikker juridisk ramme, der kan garantere friheden til at tilbyde clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer over hele EU på grundlag af fælles krav. En sådan ramme vil sikre, at restriktioner og hindringer vedrørende stedet for clearing og afvikling afskaffes. Den vil ligeledes sikre gensidig anerkendelse af de forskellige nationale systemer baseret på hjemlandsprincippet. Direktivet skal være et ramedirektiv, idet det kun skal indeholde generelle principper i overensstemmelse med Lamfalussy-processen.
- c) **Løse juridiske og beskatningsmæssige spørgsmål:** Kommissionen har til hensigt at nedsætte ekspertgrupper, der skal behandle de juridiske og skatterelaterede hindringer for integration, vurdere situationen og eventuelt foreslå metoder til harmonisering af national lovgivning og/eller procedurer.
- d) **Sikre en effektiv anvendelse af konkurrencelovgivningen:** Kommissionen og de nationale konkurrencemyndigheder vil gribe ind over for konkurrencebegrænsende markedspraksis såsom uretmæssig nægtelse af adgang og indførelse af uforholdsmæssigt høje og/eller diskriminerende priser og samtidig overvåge eksisterende monopolsituationer samt fremme branchens konsolideringsbestræbelser, hvor det er nødvendigt.

Oprettelsen af rådgivnings- og tilsynsgruppen og ekspertgrupperne for juridiske spørgsmål og beskatningsspørgsmål betragtes som prioriterede foranstaltninger.

1. Oprettelse af "rådgivnings- og tilsynsgruppen for clearing og afvikling"

Blandt de foranstaltninger og politikker, der skal gennemføres for at opfylde Kommissionens mål, kræver integrationen af eksisterende clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer en højere grad af koordinering mellem private og offentlige instanser. Med henblik på at overvinde hindringerne for integration bliver der behov for en indsats fra sådanne instansers side, og det bliver nødvendigt at etablere de relevante synergier.

Iværksættelsen af disse foranstaltninger, som styres af den private og den offentlige sektor, vil få betydelige følger for udøvelsen af clearing- og afviklingsfunktioner over hele EU. Processer, politikker og holdninger må også ændres som et resultat af dette. Kommissionen er ligeledes klar over, at markedsdeltageres interesser ikke nødvendigvis er sammenfaldende. Det afhænger af de funktioner og tjenester, de tilbyder. For nogle af dem vil deltagelsen i et åbent og integreret marked kræve betydelige investeringer, mens der for andre vil være stor risiko for at miste bestemte forretningsområder til konkurrenterne. Dette kan føre til

forsinkelser og gnidninger i forbindelse med vedtagelsen og accepten af foranstaltninger til afhjælpning af de forskellige hindringer.

Derfor må alle instanser, der berøres af denne proces, være overbeviste om behovet for en bestemt foranstaltning. Der er behov for en stærk politisk ledelse. Desuden bliver det nødvendigt med overvågning af resultaterne af hele processen for at sikre, at indsatsen opretholdes, og at processens hovedformål og retning ikke ændres.

For at nå de krævede resultater går Kommissionen ind for, at der oprettes en uformel rådgivnings- og tilsynsgruppe. Dette forslag afspejler anbefalingerne fra Gionvannini-ekspertgruppen, som mente, at det var tilrådeligt at indføre en koordinerings- og tilsynsmekanisme for at sikre, at hele operationen blev vellykket.

Man forestiller sig navnlig, at denne gruppe sammen med Kommissionen vil:

- a) **fremme** det samlede projekt og **give** offentligheden alle de nødvendige forklaringer og rapporter om reformens forløb samt sikre åbenhed til enhver tid
- b) **fungere som et forum** for både offentlige og private instanser med henblik på at sikre, at disse har tillid til, at der sker fremskridt
- c) **stå i forbindelse** med ekspertgruppen, som skal afhjælpe de juridiske hindringer og hindringer vedrørende beskatningsprocedurer (se afsnit 3).
- d) **bistå** Kommissionen på en **uformel basis**
- e) fungere som **grænseflade** mellem private og offentlige instanser, der er involveret i processen med henblik på at:
 - definere indbyrdes sammenhænge mellem de forskellige hindringer
 - koordinere detaljerede handlingsplaner og sikre sammenhængen i hele gennemførelsesprocessen
 - overvåge aktionernes fremadskriden og rækkefølge
- f) fungere som **forbindelsesled** med 30-gruppen og andre internationale instanser for at sikre, at EU-initiativerne er forenelige med initiativerne på internationalt plan.

Denne "**rådgivnings- og tilsynsgruppe for clearing og afvikling**" skal bestå af højtstående repræsentanter for forskellige private og offentlige instanser, der er involveret i projektet, herunder ESCB og CESR.

Kommissionen fungerer som formand for gruppen. Det ventes, at gruppen skal mødes mindst to gange årligt, og at den også vil udpege specialiserede undergrupper, der får ansvaret for bestemte aspekter af processen.

2. Et rammedirektiv til effektiv og sikker clearing og afvikling over hele Europa

Fjernelsen af tekniske hindringer og hindringer, der skyldes markedspraksis, som ifølge den private sektor har en del af ansvaret, er en nødvendig, men ikke tilstrækkelig forudsætning for at nå frem til et liberaliseret, integreret og konkurrencebetonet post trade-marked i EU. For at

nå dette mål er det efter Kommissionens mening nødvendigt, at der vedtages et rammedirektiv vedrørende følgende spørgsmål:

- omfattende adgangsrettigheder og valgfrihed
- en fælles ramme for regulering
- hensigtsmæssige ordninger for styring.

2.1 Adgangsrettigheder og valgfrihed

Den vellykkede indførelse af et integreret clearing- og afviklingssystem for værdipapirer vil i høj grad afhænge af, hvorvidt udbydere af clearing- og afviklingstjenester i praksis har fri adgang til og valgfrihed med hensyn til deres foretrukne placering for clearing og afvikling på ikke-diskriminerende vilkår. Det fremgår klart af reaktionerne på Kommissionens første meddelelse, at der fortsat findes visse begrænsninger med hensyn til adgang og valgfrihed. I mange tilfælde stammer disse fra bestemmelser i de nationale lovgivninger eller fortolkningen af disse. Som eksempel kan nævnes love, hvori det kræves, at værdipapirtransaktioner afvikles i et tilhørende system, og love, hvor lokale banker inddrømmes særlige rettigheder i forbindelse med afvikling og håndtering af værdipapirporteføljer. Den mest effektive måde til at fjerne disse eller tilsvarende direkte eller indirekte restriktioner, som er indbygget i en lang række nationale retsinstrumenter, vil sandsynligvis være at vedtage et rammedirektiv, hvorved der indføres omfattende adgangsrettigheder og valgfrihed samt betingelserne for udøvelsen af disse. Alternativet, nemlig at basere systemet på frivillighed hos nationale lovgivere eller reguleringsmyndigheder, vil være langt mindre sikkert og vil muligvis ikke kunne garantere en liberalisering over hele EU i en lang periode.

Selv om EU er begyndt at løse dette problem gennem EU-lovgivning, skal der gøres mere for at skabe et virkeligt liberaliseret og integreret grænseoverskridende post-trade miljø. I det nuværende investeringsservicedirektiv (ISD)¹⁴ hedder det, at godkendte virksomheder, navnlig investeringsselskaber og banker, har ret til direkte eller indirekte adgang til clearing- og afviklingsfaciliteter, som tilbydes medlemmer på regulerede markeder i hele EU. I henhold til disse bestemmelser skal godkendte virksomheder med fjernadgang til regulerede markeder også have adgang til clearing- og afviklingssystemer på det pågældende marked på betingelser, der er ikke-diskriminerende sammenlignet med adgangsbetingelserne for lokale deltagere.

Med ISD¹⁵ udvides denne ret, således at godkendte virksomheder nu kan få direkte adgang til clearing- og afviklingssystemer i en anden medlemsstat, selv om de ikke er medlemmer af et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet i den pågældende medlemsstat. Det nye ISD-forslag indeholder også elementer af valgfrihed for både markeder og godkendte

¹⁴ Direktiv 93/22 af 10. maj 1993, EFT 1993 L141/27.

¹⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 7. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, Rådets direktiv 93/6/EØF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF samt om ophævelse af rådets direktiv 93/22/EØF. I direktivets artikel 34 bestemmes følgende: "Medlemsstaterne stiller krav om, at adgangen for disse investeringsselskaber samt for investeringsselskaber og markedsoperatører, der driver en MHF, til sådanne faciliteter er underlagt de samme ikke-diskriminerende, gennemsigtige og objektive forretningsmæssige kriterier som dem, der gælder for lokale deltagere. Medlemsstaterne må ikke begrænse anvendelsen af disse faciliteter til kun at omfatte clearing og afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på et reguleret marked eller en MHF på deres område."

virksomheder med hensyn til kanalerne for clearing og afvikling. I forslaget gives der således følgende rettigheder til:

- a) **godkendte virksomheder:** retten til adgang til centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater
- b) **godkendte virksomheder:** retten til at vælge stedet for afvikling af deres transaktioner på den betingelse, at:
 - de nødvendige forbindelser er til stede, så de frit kan vælge, hvilket system, der skal benyttes
 - myndighederne på det regulerede marked accepterer, at det valgte system giver finansmarkederne mulighed for at fungere gnidningsløst og problemfrit.
- c) regulerede markeder: retten til at benytte tjenester, der udbydes af centrale medkontrahenter hjemmehørende i en anden medlemsstat, til nogle eller alle transaktioner; den kompetente myndighed på det regulerede marked har imidlertid ret til at gøre indsigelse, når brugen af en udenlandsk central medkontrahent åbenlyst risikerer at forstyrre det regulerede markeds korrekte funktion¹⁶.

De **adgangsrettigheder**, der indrømmes under ISD, er ikke altomfattende og giver dermed ikke mulighed for integration af systemerne på alle niveauer. De finder kun anvendelse på godkendte virksomheder; centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer har ikke tilsvarende rettigheder til at blive medlemmer af andre systemer. Dette begrænser de godkendte virksomheders mulighed for at udøve deres tilsvarende rettigheder til at vælge stedet for afviklingen.

Retten til at vælge stedet for afviklingen, som indrømmes under ISD, har til hensigt at fjerne behovet for, at godkendte virksomheder skal være medlemmer af flere værdipapirafviklingssystemer. En sådan ret vil give dem mulighed for ud fra deres egne forretningsmæssige behov at beslutte, hvor de ønsker deres transaktioner afviklet og deres værdipapirer opbevaret. De vil derfor kunne vælge at samle deres beholdninger i et enkelt system eller en kombination af systemer, og frit lade deres valg afhænge af omkostninger, effektivitet, finansieringsadgang, serviceniveau eller andre overvejelser, som de finder relevante. Dette reducerer kompleksiteten og tillader en langt mere effektiv styring af sikkerhedsstillelsen.

Men godkendte virksomheder vil ikke kunne udøve deres valgfrihed, medmindre det foretrukne sted for afviklingen har adgang til "udsteder-værdipapirafviklingssystemet". Derfor bør værdipapirafviklingssystemer have adgangsret til værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater. Desuden omfatter valgfriheden i ISD ikke *clearing*. Kommissionen er af den opfattelse, at godkendte virksomheder bør have mulighed for ikke blot at vælge stedet for afviklingen, men også stedet for clearing. Ved at vælge stedet for clearing vil markedsdeltagerne kunne afvikle på tværs af grænserne gennem et værdipapirafviklingssystem efter deres eget valg. På samme måde vil markedsdeltagerne ved at vælge stedet for clearing kunne foretage grænseoverskridende clearing hos en central medkontrahent, som de selv vælger. Hvis **retten til at vælge stedet for clearing** skal være

¹⁶ I det nye ISD-forslag anerkender man entydigt de offentlige myndigheders bekymringer vedrørende brugen af udenlandske systemer, når disse ikke opererer på grundlag af en fælles reguleringsmæssig ramme.

effektiv skal de centrale medkontrahenter have adgangsret til centrale medkontrahenter i andre medlemsstater.

Centrale medkontrahenter placerer sig typisk mellem kontrahenterne i en handel og optræder som køber over for alle sælgere og som sælger over for alle købere ("fornyelse"); for at kunne afvikle de fornyede transaktioner skal de centrale medkontrahenter have direkte eller indirekte adgang til de værdipapirafviklingssystemer, hvor transaktionerne endeligt afvikles, og værdipapirerne opbevares. Derfor bør centrale medkontrahenter have adgangsret til værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater.

Ved at give centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer adgang gøres de godkendte virksomheders valgfrihed ikke blot reel, men man sikrer også ensartede vilkår for udbydere af clearing og afvikling.

Retten til at benytte tjenester udbudt af centrale medkontrahenter, som er etableret i en anden medlemsstat, og som indrømmes regulerede markeder i ISD, sigter mod at øge konkurrencen inden for levering af clearingtjenesteydelser i EU.

Valgfriheden for regulerede markeder er ikke altomfattende, idet regulerede markeder også skal have ret til at vælge tjenester udbudt af værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater sammen med retten til at vælge tjenester, der udbydes af centrale medkontrahenter i udlandet. De samme rettigheder bør i øvrigt udvidet til at omfatte multilaterale handelsfaciliteter¹⁷.

Kommissionen mener derfor, at rammedirektivet om *clearing og afvikling* sammen med det nye ISD-direktiv "tilsammen" bør sikre følgende adgangsrettigheder og valgfrihed:

- investeringsvirksomheder og banker: retten til adgang til clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i andre medlemsstater
- centrale medkontrahenter: retten til adgang til centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater
- værdipapirafviklingssystemer: retten til adgang til værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater
- *regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter*: retten til at indgå hensigtsmæssige aftaler med centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer i andre medlemsstater.

I alle disse tilfælde skal adgangen være styret af gennemsigtige og ikke-diskriminerende bestemmelser baseret på objektive kriterier. For at undgå diskriminering, når der er tale om et standardniveau for service og priser, skal enhver afvigelse fra disse ligeledes begrundes objektivt. Det er ligeledes vigtigt at bemærke, at eksistensen af omfattende adgangsrettigheder for værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahenter ikke indebærer, at disse organisationer forpligtes til at anmode om og opretholde adgangen til andre systemer. Men hvis der findes en fungerende forbindelse mellem to værdipapirafviklingssystemer, bør det

¹⁷ I den politiske aftale, som Rådet nåede frem til den 7. oktober 2003 om udkastet til et nyt ISD, afhjælper man begge begrænsninger ved at give både regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter ret til at vælge tjenester, der udbydes af centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer i udlandet.

ikke være muligt for dem at afvise at benytte denne forbindelse til afviklingstransaktioner for værdipapirer, hvor et af de to værdipapirafviklingsystemer udgør det endelige afregningssted.

2.2. Fælles rammer for regulering/tilsyn

Nationale restriktioner på adgang og valgfrihed kan afspejle historiske forhold, men de kan også være udtryk for de nationale regulerings- og tilsynsorganers legitime interesse i at garantere systemernes sikkerhed og overordnede økonomiske stabilitet. Som ovenfor anført er CESR og ESCB i færd med at udvikle standarder med henblik på en definition af en fælles ramme for regulering/tilsyn/overvågning, der skal danne grundlag for løsningen af sådanne problemer i EU. Det forventes, at når disse vedtages formelt, vil regulerings-, tilsyns- og overvågningsmyndigheder ("nationale myndigheder") indarbejde disse standarder i deres respektive vurderingsrammer og på den måde vurdere, hvorvidt standarderne overholdes. Standarderne bliver ikke obligatoriske og vil ikke få forrang frem for kollisionsnormerne.

Efterhånden som grænseoverskridende fusioner og forbindelser mellem clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer udvikler sig, vil der ligeledes opstå et øget krav om samarbejde mellem de nationale myndigheder for at opnå en effektiv grænseoverskridende regulering og tilsyn. I den forbindelse er det vigtigt at have klarhed over den gældende ordning, dvs. hvilken myndighed der er kompetent med hensyn til regulering af og tilsyn med et bestemt sæt af grænseoverskridende clearing- og afviklingsaktiviteter. I mangel af en fælles ramme aftales det nuværende grænseoverskridende samarbejde mellem nationale myndigheder med interesse i systemet eller dets deltagere direkte mellem disse myndigheder, når udviklingen på markedet nødvendiggør et sådant samarbejde. Også her udarbejder CESR-ESCB udkast til standarder for en hensigtsmæssig ansvarsfordeling mellem de involverede nationale myndigheder. Men den relevante standard vil ikke træde i stedet for de offentlige myndigheders ansvar i henhold til den nationale lovgivning.

Disse iboende mangler ved standarderne viser, at selv om fastsættelsen af standarder i en vis udstrækning kan føre til fælles rammer for clearing og afvikling af værdipapirer, kan de ikke erstatte en egentlig lovgivningsmæssig ramme. Derfor finder Kommissionen, at lige som med indførelsen af omfattende adgangsrettigheder og valgfrihed vil frivillighed med hensyn til de nationale lovgiveres eller reguleringsmyndigheders indsats for at etablere en fælles ramme for regulering/tilsyn medføre større juridisk usikkerhed og vil ikke garantere ensartede juridiske bestemmelser i lang tid fremover.

Disse mangler kan undgås gennem vedtagelse af et direktiv, hvor der indføres et fælles sæt af høje standarder for godkendelse og regulering af samt tilsyn med clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer. Men de specifikke regler for clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer skal være fleksible og nøje afspejle markedspraksis og tilsynspraksis. Derfor mener Kommissionen, at de høje standarder bør konkretiseres yderligere gennem specifikke foranstaltninger, der skal vedtages i henhold til den metode i fire trin, som ligger i Lamfalussy-proceduren. CESR/ESCB-standarderne kan så danne grundlag for gennemførelsesforanstaltninger på niveau 2, som skal udarbejdes i henhold til gennemførelsesbestemmelserne i rammedirektivet.

Efter planen skal direktivet give mulighed for:

- En funktionel metode
- Indledende og løbende krav til forsigtighed og investorbekyttelse og

- Tilsynssamarbejde.

Funktionel metode: I overensstemmelse med det seneste arbejde inden for CPSS-IOSCO- og ESCB/CESR-arbejdsgrupperne skal direktivet efter Kommissionens opfattelse baseres på den funktionelle metode. Derved sikrer man en konsekvent indsats, og man undgår reguleringskonflikter.

I den sammenhæng bør direktivet indeholde fælles funktionelle definitioner af *clearing-* og *afviklingsaktiviteter*. Sådanne definitioner kan dække, men ikke nødvendigvis afspejle, en lang række post trade-aktiviteter, såsom *matchning* og *bekræftelse*, *clearing*, *afvikling*, *deponering* i forbindelse med handelen samt *notarfunktionen*. Under alle omstændigheder skal de være baseret på hensigtsmæssige segmenter af værdikæden, ikke på tjenesteudbyderens status som "mellemmand" eller "infrastruktur", selv om en sådan opdeling fortsat kan være relevant med hensyn til at afdække risikoniveauet ved de forskellige funktioner. Parterne opfordres til at fremsætte bemærkninger til, hvorvidt en sådan tvedeling er relevant i denne forbindelse. Efter Kommissionens opfattelse vil detailgraden i funktionsdefinitionen afhænge af, hvordan de forskellige aktiviteter forholder sig de krav om forsigtighed og investorbeskyttelse, som måtte blive anset for hensigtsmæssige, navnlig hvad angår de forskellige risikokategorier - kreditrisiko, operationel risiko, depotrisiko osv. - som sådanne krav er beregnet på at afhjælpe. Det bør også overvejes, hvorvidt definitionerne i og anvendelsesområdet for direktivet skal udvides, så de dækker yderligere post trade-aktiviteter såsom *styring af sikkerhedsstillelse* eller "*asset servicing*".

Kommissionen er bevidst om, at den nuværende markedspraksis undertiden har betydet, at det samme udtryk er blevet anvendt til at betegne forskellige og/eller komplementære funktioner. Direktivet bør afhjælpe dette problem gennem indførelsen af definitioner, der utvetydigt vedrører funktionerne, selv om de ikke nødvendigvis omfatter alle de nuværende anvendelser af et udtryk. I denne meddelelse har Kommissionen bevidst kun anvendt to brede kategorier af funktioner, nemlig *clearing* og *afvikling*. *Clearing* defineres som aktiviteter, f.eks. fornyelse, der sikrer kontrahenterne mod risikoen for genanskaffelsesudgifter, mens *afvikling* generelt defineres som forudgående afvikling, afvikling og deponering. Disse definitioner må indsnævres og præciseres i det planlagte direktiv under hensyntagen til deres sammenhæng med de relevante krav til sikkerhed og investorbeskyttelse.

Indledende og løbende krav til forsigtighed og investorbeskyttelse: Formålet med den nye lovgivningsmæssige ramme i det planlagte direktiv om *clearing* og *afvikling* er at give clearing- og afviklingssystemerne for værdipapirer mulighed for frit at levere tjenesteydelser i andre medlemsstater. Samtidig udgør disse enheder en vigtig kilde til kontrahentrelaterede og systemiske risici for andre markedsdeltagere. Hvis der skal sikres gensidig anerkendelse inden for rammerne af det indre finansmarked, finder Kommissionen det derfor nødvendigt at indføre fælles indledende krav til forsigtighed og investorbeskyttelse samt yderligere krav til styring (se afsnit 2.3).

Derfor bør der med direktivet indføres hensigtsmæssige indledende og løbende **kapitalkrav** for clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU. Kapitalkravene til *clearing-* og *afviklingsaktiviteterne* skal entydigt hænge sammen med funktionerne ud fra en hensigtsmæssig definition samt risikograden af disse funktioner ("funktionel metode"). Kommissionen mener, at man ved sådanne kapitalkrav skal tage hensyn til de nuværende kapitalkrav for banker, navnlig med hensyn til kreditrisikoen. Men i det omfang at de nuværende og kommende kapitalkravsregler for banker ikke anses for tilstrækkelige til at dække risici, der er specifikke for *clearing* og *afvikling*, bør kapitalkravsreglerne for clearing-

og afviklingssystemerne for værdipapirer tilpasses i overensstemmelse hermed. På nuværende tidspunkt udelukkes det ikke, at der vil blive indført yderligere forsigtighedskrav.

Direktivet bør også indeholde **høje standarder for risikostyring**, såsom levering mod betaling, sammen med nogle supplerende principper for **investorbeskyttelse**, f.eks. med henblik på at sikre spørgsmålets integritet og beskytte kundernes værdipapirer. Det er navnlig vigtigt at sikre, at de bogførte værdier gennem alle lag i kæden af mellemmand er pålidelige. Den rette bogføringspraksis og afstemningsprocedurer for bogførte værdier gennem kæden af mellemmand er nødvendige for ethvert forsøg på at afklare de juridiske virkninger af indirekte ejede værdipapirer (bestræbelserne på at harmonisere disse juridiske virkninger beskrives i afsnit 3.1 nedenfor). Efter Kommissionens opfattelse bør sådanne høje standarder for risikostyring og investorbeskyttelse konkretiseres yderligere gennem specifikke foranstaltninger som dem, der er under udarbejdelse inden for CESR/ESCB.

Tilsynssamarbejde: Indførelsen af omfattende adgangsrettigheder, fjernelsen af eksisterende hindringer for grænseoverskridende clearing og afvikling samt indførelsen af en fælles ramme for regulering vil sandsynligvis medføre en højere grad af integration og konsolidering inden for *clearing- og afviklingsbranchen*. Derfor skal den reguleringsmæssige ramme omfatte en model for tilsynssamarbejde for at undgå, at clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer, der opererer på tværs af grænserne, overvåges af flere tilsynsmyndigheder, hvilket ville øge udgifterne til og kompleksiteten af reguleringen.

Tilsynsmodellen, der anvendes i de EU-harmoniserede sektorer for bankvæsen, investeringstjenester osv., er baseret på princippet om **hjemstatskontrol**. Dette princip, som er indskrevet i adskillige EU-direktiver, betyder, at ansvaret for tilsynet med en enhed i forbindelse med aktiviteter, der udføres i dennes hjemland eller i udlandet gennem en afdeling eller gennem levering af tjenesteydelser, ligger hos hjemlandets myndigheder. Det bestemmes ligeledes, at udenlandske afdelinger af disse enheder overvåges af myndighederne i den medlemsstat, hvor afdelingen er placeret. Værtslandets myndigheder har på den anden side fortsat ansvaret for visse spørgsmål såsom tilsynet med afdelingernes likviditet, gennemførelsesforanstaltninger for pengepolitikken osv. Denne tilsynsmodel omfatter også en ramme for regelmæssig udveksling af oplysninger og samarbejde mellem tilsynsmyndigheder.

Efter Kommissionens opfattelse bør der indføres en tilsvarende model, som er tilpasset de særlige kendetegn ved clearing- og afviklingssektoren, med henblik på at koordinere de nationale myndigheders tilsynsforpligtelser.

Denne ramme for tilsynssamarbejde skal også skulle tage udgangspunkt i og tilpasses det forhold, at visse enheder allerede kan være omfattet af en eksisterende tilsynsordning (som f.eks. bankordningen). I direktivet skal man undgå, at tilsynskravene overlapper hinanden.

På grundlag af disse bestemmelser vil værdipapirafviklingssystemerne, centrale medkontrahter, depotforvaltere og clearingmedlemmer få et EU-pas, der til gengæld vil give dem mulighed for at operere på tværs af grænserne. I øjeblikket har kun depotforvaltere et sådant pas, som er baseret på ISD-bestemmelserne. Clearing- og afviklingspasset vil sikre ensartede spilleregler for alle udbydere af clearing- og afviklingstjenesteydelser.

2.3. Styring

Værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahter har en meget stærk markedsposition. De har også potentiale til at blive en kilde til ustabilitet for finanssystemet som helhed. I den udstrækning at integrationsprocessen medfører en højere grad af

konsolidering i EU, øges muligheden for, at et enkelt værdipapirafviklingsystem eller en enkelt central medkontrahent bliver en kilde til finansiel ustabilitet, betydeligt. Styringsmekanismer kan bruges til at nedbringe denne risiko.

Kommissionen finder det utroligt vigtigt, at værdipapirafviklingsystemer og centrale medkontrahter indfører hensigtsmæssige styringsordninger. Derfor mener den også, at rammedirektivet skal indeholde en række høje standarder.

Styringsordningerne omfatter forholdet mellem ejerne, bestyrelsen, ledelsen og andre interesserede parter, herunder brugere og myndigheder, der repræsenterer offentlighedens interesse. De forskellige kategorier af interessenter har forskellige interesser. Ejere af værdipapirafviklingsystemer og centrale medkontrahter har en legitim interesse i at maksimere deres overskud. Brugere er interesserede i at modtage tjenester, der opfylder deres behov, til rimelige priser. De offentlige myndigheder er interesserede i, at værdipapirafviklingsystemer og centrale medkontrahter: (i) ikke giver sig af med konkurrencebegrænsede praksis og (ii) har indført hensigtsmæssige foranstaltninger til risikosikring. Sådanne interesser kan være modstridende. F.eks. må maksimering af overskuddet ikke føre til øget risiko, hvilket kan ske, hvis et værdipapirafviklingsystem eller en central medkontrahent ikke foretager de nødvendige investeringer, både i informationssystemer og personale.

De centrale elementer i styringen omfatter: (i) ejerskab og koncernstruktur; (ii) bestyrelsens sammensætning; (iii) rapporteringsveje mellem ledelse og bestyrelse; og (iv) ledelsens incitamenter og processen, der gør den ansvarlig for resultaterne, f.eks. revisionsudvalg¹⁸.

Der kan sondres mellem to stiliserede styringsstrukturer: (i) brugerejede/brugerstyrede enheder; og (ii) overskudsorienterede enheder. I førstnævnte tilfælde ejer brugerne virksomheden; det relevante er imidlertid, at ejerandelene fordeles i henhold til brugen. Desuden skal de samme ejerandele afspejles i bestyrelsens sammensætning. På den måde vil virksomheden ikke blot være brugerejet, men også brugerstyret. Da brugernes brugsintensitet kan variere med tiden, er der behov for en mekanisme, så brugsintensiteten afspejles i brugerandelene. I det andet tilfælde er ejerandelene ikke forbundet med brugen. Mellem disse to stiliserede former for styring er der plads til mellemløsninger.

Kommissionen mener, at en hensigtsmæssig styringsstruktur er særligt vigtig for at løse eventuelle problemer på dette område. Men den har ikke til hensigt at gå ind i en diskussion om, hvilken styringsstruktur - brugerejede/brugerstyrede enheder eller overskudsorienterede enheder - der er at foretrække. Det vigtige er, at uanset hvilken model der vælges, skal de indførte krav overholdes fuldt ud.

* * *

Styringsordningerne skal specificeres tydeligt og være gennemsigtige. Dette indebærer bl.a., at ejerne af værdipapirafviklingsystemer og centrale medkontrahter skal give oplysninger om deres ejerforhold i henhold til en bestemt tærskel; desuden skal direktørers og ledelsens lønninger og eventuelle bonusordninger offentliggøres, eller i det mindste skal brugerne orienteres. På den måde bliver det muligt at finde ud af, hvem overskuddet fordeles til, hvor meget direktører og ledelse tjener, og hvilke bonusordninger de har. Åbenhed i

¹⁸ Se CPSS-IOSCO-anbefalingerne og CESR/ESCB-standarderne.

styringsordningerne indebærer også, at mål og større beslutninger meddeles ejerne, brugerne og myndighederne.

Desuden bør værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahenter have et eller flere uafhængige udvalg, f.eks. et revisionsudvalg, der består af et flertal af uafhængige direktører. Det bliver revisionsudvalgets ansvar at sikre, at der tages behørigt hensyn til myndighedernes krav og brugernes interesser på følgende områder: (a) den interne organisation, og at der er tilstrækkelige menneskelige og teknologiske ressourcer til rådighed; (b) informationssystemernes pålidelighed; og (d) risikoforvaltningspolitikker. Nogle af de opgaver, der tillægges revisionsudvalget, kan overdrages til eksterne virksomheder på grund af deres yderst tekniske karakter. Et sådant udvalg skal også identificere og forvalte mulige interessekonflikter mellem ejere og brugere og mellem ejere og/eller brugere på den ene side og myndighederne på den anden. Direktøernes uafhængighed vurderes normalt i forhold til ledelsen og de kvalificerede aktionærer. Eftersom myndighederne har en naturlig interesse i, at værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahenter fungerer korrekt, bør et hensigtsmæssigt antal direktører også være uafhængige i forhold til brugerne og ikke-kvalificerede aktionærer.

Spørgsmålet om styringsordninger, som bør omfatte mæglere, især for så vidt angår deres aktiviteter på værdipapiriområdet, bør også behandles. Kommissionen mener, at den ordning, som gælder for dem, bør være i overensstemmelse med styringssystemerne for kvalificerede aktionærer og ledere af værdipapirafviklingssystemerne og de centrale medkontrahenter, som er vigtige med henblik på at sikre gennemsigtighed, egnethed, ordentlighed og begrænsning af risici.

* * *

Disse foranstaltninger er stort set i overensstemmelse med de politiske retningslinjer, der fastlægges i Kommissionens meddelelse om selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse¹⁹. Men Kommissionen finder, at som følge af myndighedernes interesse i, at værdipapirafviklingssystemer og centrale medkontrahenter ikke anvender konkurrencebegrænsende praksis, vil det være hensigtsmæssigt med yderligere styringsforanstaltninger som følge af den igangværende og den sandsynlige udvikling inden for branchen. Øget integration vil betyde, at forskellige kategorier af institutioner efter al sandsynlighed vil konkurrere om at levere grænseoverskridende clearing- og afviklingstjenesteydelser. Værdipapircentraler, internationale værdipapircentraler og depotforvaltere vil f.eks. sandsynligvis konkurrere om at levere grænseoverskridende *afviklingstjenester*. Derfor er det planen, at centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer skal føre separate regnskaber for og sikre en adskillelse af de tjenesteydelser, de tilbyder i deres egenskab af mellemmand. De samme bestemmelser skal gælde for ikke-kerneaktiviteter såsom bankvirksomhed, som værdipapirafviklingssystemer og/eller centrale medkontrahenter senere måtte udføre. Selv om disse supplerende foranstaltninger kan betragtes som mere påtrængende end andre åbenhedskrav - f.eks. kan opsplitningen af regnskaberne kræve, at man foretager et skøn over fordelingen af udgifter - øger de graden af åbenhed hos centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer. I den henseende følger denne meddelelse den fremgangsmåde, der foreslås i meddelelsen om selskabsret og forbedret virksomhedsledelse, om at, "**oplysningspligten** skal prioriteres (dermed gribes der mindre ind i virksomhedernes arbejde, og den kan vise sig at være en effektiv markedsbaseret metode til at opnå hurtige resultater" (s. 11).

¹⁹ KOM(2003) 284 endelig af 21.05.2003.

Opsplitning af regnskaber: Med henblik på at foretage en opsplitning af regnskaberne er der behov for en opsplitning af udgifter og indtægter. Kravet om, at specifikke tjenester prissættes separat, vil give mulighed for at opsplitte indtægterne. Dette behandles nærmere nedenfor. Da værdipapirafviklingssystemerne og centrale medkontrahenter er kendetegnet af stordriftsfordele med hensyn til udførelsen af kerneaktiviteter på den ene side og ikke-kerneaktiviteter på den anden side, vil en opsplitning af udgifterne indebære skønsmessige valg.

Ved f.eks. at afsætte en meget lav procentdel af udgifterne til ikke-kerneaktiviteterne vil alle værdipapirafviklingssystemer eller centrale medkontrahenter kunne påvise, at man har overskud på sådanne aktiviteter, hvilket vil være et tegn på, at der ikke overføres tilskud fra den ene aktivitet til den anden. Sådanne beviser ville være misvisende: Hvis den "rigtige" procentdel af de faste udgifter blev tillagt ikke-kerneaktiviteterne, ville de være mindre rentable eller i yderste konsekvens rent faktisk give underskud. Tildelingen af omkostninger er derfor et emne, som skal behandles meget omhyggeligt, for at man kan opnå de ønskede resultater. Derfor kan man i det planlagte direktiv henvise til internationalt accepterede standarder for tildeling af omkostninger, hvilket kan danne et solidt udgangspunkt for, at disse enheder kan opfylde deres forpligtelser. Under alle omstændigheder vil det af meddelelsen som ovenfor nævnt fremgå, at bogføringsspørgsmål, herunder tildeling af omkostninger, skal foretages af et **revisionsudvalg**, som skal bestå af et flertal af uafhængige direktører.

Opsplitning: Der er også planer om, at ikke-kernetjenester, såsom funktionen som mellemmand og bankaktiviteter, kan prissættes og efter anmodning leveres separat. Et sådant krav kan være en tilstrækkelig løsning på problemerne med, at centrale medkontrahenter og værdipapirafviklingssystemer er fristede til at tvinge deres brugere til, efter at disse har købt en af de "monopol"-tjenester, som de tilbyder, også at købe andre, uønskede tjenester fra samme udbyder. En sådan praksis vil skabe problemer i forhold til konkurrencelovgivningen og indskrænke brugernes muligheder for at flytte deres aktiviteter til den mest effektive leverandør og dermed potentielt begrænse effektiviteten.

Levering af banktjenester (herunder modtagelse af indlån og ydelse af kredit) giver særlige problemer. Overordnet set kan deltagerne i værdipapirafviklingssystemer have brug for kredit for at klare en midlertidig mangel på likviditet i forbindelse med afvikling af værdipapirtransaktioner. De har behov for kredit i samme type af aktiv (penge fra centralbanker eller fra forretningsbanker), som anvendes til afviklingen af kontantdelen af værdipapirtransaktioner. Værdipapirafviklingssystemer, der afregner i deres egne penge (fra forretningsbanker), vil også yde kredit til deres deltagere.

Spørgsmålet om værdipapirafviklingssystemernes levering af banktjenester i monopolsituationer kan løses på adskillige måder. Den ene er at gøre det obligatorisk, at afviklingen skal foregå i penge fra centralbankerne. En anden er at forpligte værdipapirafviklingssystemerne til at tilbyde, at afviklingen kan foregå i penge fra centralbankerne. Et andet alternativ vil være at forpligte værdipapirafviklingssystemerne til at foretage afviklingen i penge fra forretningsbankerne for at give andre banker mulighed for at tilbyde at afvikle kontantdelen af værdipapirtransaktionerne. I alle disse alternativer vil deltagerne i værdipapirafviklingssystemerne ikke være forpligtede til at benytte de banktjenester, der tilbydes af udsteder-værdipapirafviklingssystemet.

Efter Kommissionens opfattelse bør værdipapirafviklingssystemer, hvor afviklingen foregår i penge fra forretningsbankerne, som minimum tilbyde deres deltagere også at afvikle i penge fra centralbankerne. Det er den fremgangsmåde, som er indført i ESCB/CESR's udkast til standarder for clearing og afvikling.

* * *

For at opnå ensartede betingelser i denne henseende bør ledelsen og kvalificerede aktionærer i clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer endelig opfylde de krav til økonomisk sundhed, ejendomskrav og egnethedskrav, som er gældende for ledelsen og majoritetsaktionærerne i banker eller investeringsvirksomheder.

Af alle de årsager, der nævnes i de foregående afsnit, bliver det efter Kommissionens mening nødvendigt at vedtage et rammedirektiv for at indføre (a) omfattende **adgangsrettigheder og valgfrihed**, (b) en **fælles reguleringsmæssig ramme** og (c) hensigtsmæssige **styringsordninger**.

Det påtænkte direktiv er kun første skridt på vejen. Det skal sikre en hensigtsmæssig balance mellem forudgående lovgivning og efterfølgende indgriben fra konkurrencemyndighedernes side med henblik på at håndhæve konkurrencereglerne. Kommissionen vil nøje overvåge udviklingen og om nødvendigt tilpasse sin metode. Ved yderligere markedsudvikling kan det blive nødvendigt at revidere den foreslåede metode, herunder ved at indføre yderligere foranstaltninger for at sikre, at de retlige rammer garanterer lige vilkår for de forskellige deltagere og i passende grad tager højde for mulige problemer.

3. Afhjælpning af forskelle i lovgivning, herunder skattelovgivning

3.1 Projekt retssikkerhed

Sikkerheden ved alle clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer afhænger i sidste ende af integriteten af det retssystem, som de er bygget på. Den overordnede lovgivning, såsom ejendomslovgivning, værdipapirlovgivning og konkurslovgivning, samt mere specifikke regler, herunder reglerne for systemernes drift, påvirker alle den måde, clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer fungerer på, og deres samlede effektivitet. Hvis clearing- og afviklingssystemerne for værdipapirer skal kunne opfylde deres funktion på korrekt vis, skal den juridiske ramme være entydig, troværdig, sammenhængende og forudsigelig med hensyn til fortolkning og gennemførelse. På den måde nedsættes den juridiske risiko for deltagerne og for systemet som helhed betydeligt.

Grænseoverskridende clearing og afvikling omfatter flere jurisdiktioner, der repræsenterer forskellige juridiske traditioner og metoder. Selv om de enkelte jurisdiktioner kan løse spørgsmål i en indenlandsk sammenhæng, er der i forbindelse med grænseoverskridende clearing- og afviklingstjenester behov for klart at identificere den nationale lovgivning, der finder anvendelse på de kontraktmæssige og ejendomsretlige aspekter af hele operationen (spørgsmålet om konflikter ved anvendelsen af forskellige lovgivninger). Selv om identifikationen af den relevante nationale lovgivning på området afklares korrekt gennem en harmonisering af de nationale bestemmelser vedrørende konflikter ved anvendelsen af national lovgivning, kan forskelle i den nationale materielle lovgivning i de forskellige berørte jurisdiktioner stadig have en negativ indvirkning på hele processen. Disse særsomt komplicerede juridiske spørgsmål medfører betydeligt højere omkostninger og større usikkerhed ved grænseoverskridende clearing og afvikling.

De to Giovannini-rapporter indeholdt en klar beskrivelse af problemerne ved de juridiske spørgsmål i denne sammenhæng. Man identificerede den uensartede anvendelse af nationale bestemmelser om håndtering af konflikter mellem lovgivninger, nationale forskelle i den juridiske behandling af bilateral netting og manglen på EU-dækkende rammer for behandlingen af værdipapirinteresser som betydelige hindringer for yderligere integration. I

rapporterne identificerede man også de nuværende forskelle i national lovgivning vedrørende tidspunktet, hvor en køber betragtes som ejer af et værdipapir i forbindelse med selskabsretlige rettigheder, som en betydelig hindring.

Nogle af disse spørgsmål tages allerede op i EU' nuværende juridiske rammer. Forskellene i den juridiske behandling af netting og spørgsmålene kollisionsnormer behandles således i vid udstrækning i direktiverne om endelig afregning²⁰ og om finansiell sikkerhedsstillelse²¹. Disse to direktiver indeholder også særlige bestemmelser om anvendelsen af konkurslovgivningen på clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer og finansiell sikkerhedsstillelse, som sigter mod at forstærke systemernes sikkerhed og sikkerheden i forbindelse med finansiell sikkerhedsstillelse.

Direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse mindsker den forstyrrelse af et afviklingssystem, der opstår ved konkursprocedurer, og sikrer, at overførselsordrer og netting får juridisk gyldighed og bliver bindende for tredjemand. Derfor er det ikke muligt at afvikle nettingen, hvor overførselsordrerne er indlæst i systemet. Desuden kan afsluttede transaktioner ikke tilbagekaldes på grundlag af den såkaldte "nul timers-regel", som undertiden er indbygget i konkurslovgivningen. Direktivet indeholder også bestemmelser om, at overførselsordrer skal være uigenkaldelige efter et tidspunkt, der fastsættes af systemet. Endelig er sikkerhedsstillelse over for centralbankerne eller i forbindelse med deltagelsen i et system isoleret fra virkningerne af konkurslovgivningen.

I direktivet behandles man ligeledes spørgsmål om modstridende lovgivninger i forbindelse med sikkerhedsstillelse i tilfælde, hvor rettighederne for den part, sikkerhedsstillelsen gælder, registreres i et register, på en konto eller i en værdipapircentral. Ved direktivet indføres princippet om placeringen af den relevante mellemmand (PRIMA), nemlig at rettighederne for indehaverne af sikkerhedsstillelsen bestemmes af lovgivningen i den medlemsstat, hvor registeret, kontoen eller værdipapircentralen er placeret.

Direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, som medlemsstaterne er i færd med at gennemføre, anvendes langt bredere, idet det omfatter (næsten) alle transaktioner med finansiell sikkerhedsstillelse, som udføres af systemer og "finansielle mellemmand"²². Det medfører en reduktion af de formelle krav til aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse og beskytter deres gyldighed og uigenkaldelighed mod visse konkursbestemmelser som f.eks. "nul timers"-regler. I direktivet anerkendes bilateral slutafregning (close-out netting), hvor håndhævelsen udløses af indledningen eller fortsættelsen af afregningsprocedurer eller omstrukturingsforanstaltninger. I direktivet anvendes samme PRIMA-metode til at løse konflikter med modstridende lovgivning i forbindelse med retsstatus og de ejendomsretlige virkninger af *sikkerhedsstillelse for bogførte værdipapirer*²³, kravene til perfektion og gyldighed over for tredjemand, konflikter med konkurrerende adkomst og interesser ved denne form for sikkerhedsstillelse og kravene til dens gennemførelse.

Spørgsmål vedrørende modstridende lovgivninger i forbindelse med bogførte værdipapirer er for nyligt blevet taget op på ny i "Haag-konventionen om gældende ret for visse rettigheder vedrørende værdipapirer, som opbevares af en mellemmand".

²⁰ Direktiv 98/26 af 19. maj 1998, EFT 1998 L166/45.

²¹ Direktiv 02/47 af 6. juni 2002, EFT 2002 L168/43.

²² Transaktioner i forbindelse med finansiell sikkerhedsstillelse, som udføres over for fysiske personer, er ikke omfattet af direktivet.

²³ Sikkerhedsstillelse, som består af finansielle instrumenter, hvortil adkomsten bevises med indføringer i et register eller på en konto.

I henhold til konventionen er gældende lovgivning for bestemte rettigheder vedrørende værdipapirer, som opbevares af en mellemmand, den lovgivning, der aftales mellem kontohaveren og den relevante mellemmand, hvis den pågældende lovgivning er i overensstemmelse med den såkaldte "virkelighedstest", der skal sikre, at mellemmandens værdipapiraktiviteter har en forbindelse til den pågældende jurisdiktion, men ikke nødvendigvis i forbindelse med den pågældende kunde.

Gennemførelsen af Haag-konventionen i EU vil give deltagerne mulighed for forud for enhver foranstaltning med sikkerhed og med en rimelig indsats at kunne afgøre, hvilken national lovgivning, der er bestemmende for deres rettigheder til indirekte ejede værdipapirer. I forbindelse med sine ansvarsområder vil Kommissionen træffe de nødvendige foranstaltninger med henblik på Den Europæiske Unions undertegnelse og efterfølgende tiltrædelse af konventionen og medlemsstaternes ratificering af den. Kommissionen vil også træffe de nødvendige foranstaltninger for at bringe direktiverne om endelig afvikling og finansiell sikkerhedsstillelse i overensstemmelse med bestemmelserne om modstridende lovgivninger i Haag-konventionen.

Trods forbedringerne, som disse foranstaltninger vil medføre med hensyn til juridisk afklaring og den overordnede integritet og effektivitet af grænseoverskridende clearing og afvikling i EU, er en række andre vigtige juridiske hindringer ikke blevet afklaret.

Den mest fremtrædende af disse er ***manglen på EU-dækkende rammer for behandling af værdipapirinteresser, der er deponeret hos en mellemmand***. Denne mangel identificeres af Giovannini-gruppen som den vigtigste kilde til retlige risici ved grænseoverskridende transaktioner.

Værdipapirer indehaves og overdrages i stigende grad på grundlag af bogføringer. F.eks. repræsenteres ikke-fysiske værdipapirer udelukkende ved en bogføring på en konto hos en mellemmand. Når værdipapirer opbevares som bogføringer på en konto hos en mellemmand, er det først og fremmest nødvendigt at skabe klarhed med hensyn til den retlige karakter af de rettigheder, som investorerne har over for sådanne bogføringer. De juridiske tolkninger af disse rettigheder kan rent faktisk variere betydeligt fra medlemsstat til medlemsstat.

Lige så vigtigt er de juridiske rammer for overdragelse af rettigheder i forbindelse med indirekte ejede værdipapirer. Mens transaktioner med sådanne rettigheder i praksis sker udelukkende gennem bogføringer, hævdes ikke alle nationale jurisdiktioner at have indrettet deres juridiske systemer til sådanne ordninger. Det er også vigtigt at sikre klarhed med hensyn til fastsættelsen af det nøjagtige tidspunkt for overdragelsen af individuelle rettigheder.

Andre spørgsmål, som skal afklares, er fastlæggelsen af prioriteringerne mellem konkurrerende interesser, som er registreret på de relevante konti, og hvordan man undgår, at kreditorer indsætter eller kræver investorerrettigheder på et højere niveau i kæden end det punkt, hvor disse rettigheder rent faktisk er registreret eller indsat (tilknytning til et højere niveau). Da værdipapirer som regel samles på opsamlingskonti, vil en tilknytning på et højere niveau betyde, at alle værdipapirer, der er registreret på kontoen, og ikke kun de værdipapirer, som ejes af den pågældende investor, fastfryses på den konto, hvor tilknytningen sker.

Manglen på en konsekvent metode på disse områder for hele EU har betydelige negative virkninger for effektiviteten og sikkerheden ved grænseoverskridende clearing og afvikling. Kommissionen mener, at dette spørgsmål skal behandles hurtigst muligt, selv om det kan tage et stykke tid at få udarbejdet konkrete forslag.

Et andet spørgsmål, som skal behandles, vedrører forskelle i de nationale juridiske bestemmelser for *behandling af selskabsretlige rettigheder*, såsom forskelle i medlemsstaternes lovgivning med hensyn til det præcise øjeblik, hvor en køber betragtes som ejer af et værdipapir, f.eks. i forbindelse med betaling af dividende. I henhold til national lovgivning kan det bestemmes, at dette tidspunkt er datoen for handelen, den planlagte afviklingsdato eller den faktiske afviklingsdato. Som det bemærkes i de to Giovannini-rapporter, kan sådanne forskelle hindre centraliseringen af afviklingen af værdipapirer og dermed udgøre en hindring for yderligere integration. Dermed kan der være behov for en harmonisering af de relevante regler.

Endelig ønsker Kommissionen at overveje spørgsmålet om *værdipapirernes placering* nærmere. Det er blevet foreslået, at restriktioner vedrørende udstederens evne til at vælge værdipapirernes placering virker som en yderligere hindring for konsolideringen af værdipapirafviklingssystemer. Grundlaget for disse restriktioner findes enten i den nationale lovgivning, hvor opførelsen på et bestemt marked kædes sammen med brugen af en lokal værdipapircentral, eller i selskabsretten. Kommissionen har til hensigt at overveje dette spørgsmål yderligere under hensyntagen til forskellene mellem de forskellige typer af værdipapirer samt konsekvenserne af sådanne krav i forhold til selskabsretten.

I lyset af betydningen af disse spørgsmål har Kommissionen med baggrund i anbefalingen fra eksperterne i Giovannini-gruppen den opfattelse, at der bør iværksættes et særligt projekt for at undersøge disse spørgsmål. Kommissionen foreslår, at der nedsættes en gruppe, der består af eksperter fra højere læreanstalter, offentlige myndigheder og praktiserende advokater. Den vil få til opgave at foretage en yderligere analyse af disse spørgsmål, at foreslå løsninger og til sin til hjælpe med at udforme specifikke forslag til lovgivning. Gruppens sammensætning skal afspejle de juridiske traditioner i de nuværende og kommende medlemsstater. Et centralt sekretariat skal skabe den nødvendige dynamik i projektet. Gruppen skal også samarbejde med andre instanser som f.eks. UNIDROIT²⁴, der kan have udført tilsvarende projekter på et mere overordnet plan.

I lyset af emnets kompleksitet og den naturlige sammenhæng med den nationale formue- og selskabslovgivning, forventer Kommissionen, at der bliver tale om et langsigtet projekt. Den præcise rækkevidde af projektet defineres, når gruppen nedsættes; men den skal imidlertid beskæftige sig med emner som:

- arten af investors rettigheder i forhold til værdipapirer, der befinder sig på en konto hos en mellemmand
- overdragelse af disse rettigheder
- bestemmelsesstedet/afregningen for bogføringsoverførsler
- behandlingen af tilknytning til et højere niveau
- investorbeskyttelse mod mellemmandens insolvens
- tredjemands erhvervelse af disse rettigheder i god tro

²⁴ UNIDROIT (det internationale institut for indførelse af ensartede regler på det privatretlige område) er en uafhængig mellemstatslig organisation, der har til formål at undersøge behovet for og metoderne til at modernisere, harmonisere og koordinere privatretten og navnlig handelsretten mellem stater og grupper af stater.

- forskelle i reglerne vedrørende overdragelse af ejendomsretten med henblik på selskabsretlige rettigheder i den udstrækning, disse forskelle er indbygget i den nationale lovgivning
- valget af placeringen af værdipapirerne.

For hvert af disse spørgsmål skal forskellene i national lovgivning evalueres, og der skal eventuelt udarbejdes forslag til harmonisering.

3.2 *Beskatningsspørgsmål*

Medlemsstater har indgået bilaterale aftaler, i henhold til hvilke både den stat, hvor indtægten stammer fra, og den stat, hvor modtageren har sit skattemæssige hjemsted, har ret til indkomstskat på indtægter fra en investering. Fritagelse fra en potentiel dobbeltbeskatning indrømmes på en af to måder. Enten fritager den ene stat indtægten helt fra skat (usædvanligt og hovedsagelig forbeholdt såkaldte "direkte investorer": med en minimumsaktiepost på måske 10 %); eller hjemlandet giver fradrag for skat opkrævet i kildestaten. Disse betegnes normalt som henholdsvis "fritagelses"- og "fradrags"-metoden.

Men den normale skattesats i kildestaten kan generelt sammenlignes med satsen i opholdsstaten. I henhold til fradragsmetoden vil der kun blive betalt en meget lille skat i opholdsstaten, fordi kildestaten skat helt (eller næsten helt) vil dække ethvert skattetilsvær. Alligevel vil ejeren med større sandsynlighed benytte skattefinansierede tjenesteydelser i opholdslandet. Derfor indeholder aftalerne normalt mulighed for en nedsættelse af den normale skattesats i kildestaten, således at en del af skatten skal betales i opholdsstaten.

I Giovannini-rapporterne identificerede man en række praktiske problemer, som skyldes procedurer, hvorved kun visse mellemmand har tilladelse til at foretage nedsættelser af satsen for den normale kildeskat. De offentlige myndigheder blev opfordret til at finde en løsning på disse praktiske problemer. Nogle medlemsstater tillader kun institutioner på deres eget område at tilbageholde kildeskat. Andre medlemsstater tillader, at udenlandske mellemmand anvender reducerede kildeskattesatser, men det er et krav, at de udpeger en lokal fiskal repræsentant. I Giovannini-rapporterne anføres det, at en sådan situation i praksis fjerner muligheden for, at en mellemmand kan operere på tværs af grænserne eller kan bruge et værdipapirafviklingssystem som mellemmand, hvilket i høj grad begrænser leveringen af grænseoverskridende afviklingstjenester. Derfor hindres markedsdeltagerne i at vælge den mest effektive måde at operere på tværs af grænserne, hvilket igen gør hele processen mindre effektiv.

Desuden er der forskelle i de procedurer, som de forskellige medlemsstater anvender til at opkræve eller indrømme fritagelse for kildeskat. Selv om der indrømmes fuld eller delvis skattefritagelse, kan det kræves, at investorerne først betaler skatten og dernæst kræver den tilbagebetalt. De gældende procedurer for tilbagebetaling af kildeskat kan være meget komplicerede, og der kan ligeledes være betydelige forskelle mellem medlemsstaterne imellem. Sådanne komplikationer og forskelle medfører en betydelig forøgelse af omkostningerne ved afvikling på tværs af grænserne.

Disse hindrings betydning for en effektiv afvikling på tværs af grænserne blev også diskuteret under høringen forud for Kommissionens første meddelelse om *clearing og afvikling*. Nogle respondenter fandt, at selv om der i øjeblikket ikke er noget behov for en omfattende skatteharmonisering, bør der ske en harmonisering af de forskellige procedurer for

skattemæssige behandling, samtidig med at der indføres en ensartet behandling af inden- og udenlandske investorer.

Kommissionen bemærker, at der kan konstateres en stigende tendens væk fra kildeskat i retning af en mere omfattende informationsudveksling. På den måde kan skattemyndighederne få adgang til de rigtige oplysninger, således at de kan opkræve det rette beløb hos den rette person. Informationsudveksling på det bredest mulige grundlag underbygger Rådets direktiv 2003/48/EF om beskatning af indtægter fra opsparing i form af rentebetalinger på tværs af landegrænser²⁵. Der findes nu også et direktiv om gensidig bistand ved inddrivelse af fordringer²⁶, i henhold til hvilket de kompetente myndigheder i en medlemsstat kan bistå myndighederne i en anden medlemsstat med inddrivelse af både direkte og indirekte skatter, som en debitor i sidstnævnte stat skylder i førstnævnte. Desuden er det oprindelige direktiv om gensidig bistand²⁷ i øjeblikket ved at blive ajourført med henblik på at stramme reglerne. Derfor vil medlemsstaterne få bedre muligheder for at kontrollere skatteydere, som er placeret uden for deres geografiske jurisdiktion.

I lyset af denne nye situation er tiden inde til at undersøge de yderligere muligheder, der nu foreligger for at undersøge, hvorvidt der kan indføres ændringer i nogle af de eksisterende regler med henblik på at forenkle situationen for erhvervslivet, idet man stadig sikrer medlemsstaternes rettigheder i forhold til skatteinddrivelse.

Giovannini-gruppen foreslog ligeledes, at integrationen af systemet til opkrævning af transaktionsskatter inden for de eksisterende afviklingssystemer for værdipapirer i EU udgjorde en yderligere skattemæssig hindring. Under disse omstændigheder anførte man i rapporterne, at brugen af et andet værdipapirafviklingssystem kunne medføre højere transaktionsskatter. Viser dette sig at være tilfældet, kan værdipapirafviklingssystemerne i praksis blive forhindret i at tilbyde tjenesteydelser som mellemmand i forbindelse med grænseoverskridende afvikling, hvorved systemet bliver mindre effektivt. Giovannini-ekspertgruppen opfordrede de offentlige myndigheder til at undersøge denne hindring og foreslå hensigtsmæssige løsninger.

Kommissionen foreslår, at der nedsættes en ekspertgruppe, der skal foretage en nærmere undersøgelse af de beskatningsspørgsmål, som blev påpeget af Giovannini-gruppen og respondenterne i forbindelse med Kommissionens første meddelelse om clearing og afvikling, som værende hindringer for en effektiv grænseoverskridende afvikling. Denne ekspertgruppe skal undersøge og analysere disse spørgsmål yderligere med henblik på at rapportere om deres relevans og om, hvorvidt der kan findes alternative metoder til at sikre de skatteindtægter, som medlemsstaterne er berettiget til, samtidig med at alle finansinstitutioner over hele Den Europæiske Union får mulighed for at konkurrere på lige vilkår.

Ekspertgruppens kommissorium skulle også omfatte udarbejdelsen af en undersøgelse af de forskellige procedurer rundt om i medlemsstaterne med henblik på at se, hvorvidt disse kan

²⁵ Rådets direktiv 2003/48/EF af 3. juni 2003 om beskatning af indtægter i form af rentebetalinger, EFT 2003 L175/38.

²⁶ Rådets direktiv 2001/44/EF af 15. juni 2001 om ændring af direktiv 76/308/EØF om gensidig bistand ved inddrivelse af fordringer i forbindelse med foranstaltninger, der er finansieret af Den Europæiske Udviklings- og Garantifond for Landbruget, samt af landbrugsafgifter og told og i forbindelse med merværdiafgift og visse punktafgifter, EFT 2001 L175/17.

²⁷ Rådets direktiv 77/799/EØF af 19. december 1977 om gensidig bistand mellem medlemsstaternes kompetente myndigheder inden for området direkte og indirekte skatter, EFT 1977 L336/15.

samordnes nærmere, således at man kan afskaffe eller kraftigt reducere det store antal bestemmelser, der bl.a. øger omkostningerne ved grænseoverskridende afvikling.

Kommissionen vil overveje resultatet af ekspertgruppens arbejde og bruge det som grundlag for en diskussion med medlemsstaternes skattemyndigheder i henhold til den gældende politik for forudgående høring om skattespørgsmål. Hvis det efterfølgende skønnes hensigtsmæssigt med en indsats på fællesskabsniveau, vil Kommissionen bestræbe sig på at fremsætte relevante forslag.

4. Konkurrencepolitik

En konsekvent anvendelse af konkurrencepolitikken er et led i Kommissionens overordnede fremgangsmåde med hensyn til *clearing og afvikling*. Foranstaltninger til fremme af liberalisering og integration af de eksisterende systemer og konkurrencepolitikken supplerer hinanden med henblik på indførelsen af effektive clearing- og afviklingssystemer for værdipapirer i EU.

Finanssektoren, herunder alle post trade-aktiviteter, er rent faktisk underlagt de samme EU-konkurrenceregler som alle andre erhvervsgrøner. Kommissionen har et tæt samarbejde med de nationale konkurrencemyndigheder om tilfælde, hvor såvel indenlandske som grænseoverskridende spørgsmål skal vurderes, f.eks. sager om påstået forskelsbehandling af indenlandske og udenlandske deltagere. Gennemførelsen af Rådets forordning 1/2003²⁸ vil desuden føre til en yderligere styrkelse af samarbejdet mellem de nationale konkurrencemyndigheder og Kommissionen om håndhævelsen af konkurrencereglerne. Dette vil styrke den effektive og konsekvente anvendelse af EF-traktatens artikel 81 og 82 og fremme en konkurrencebetonet situation inden for finanssektoren.

Samtidig med udvidelsen af aktiviteterne inden for clearing- og afviklingssystemerne for værdipapirer har der også for nylig været tilfælde af en grænseoverskridende konsolidering af disse systemer, som historisk set har været konsoliderede inden for medlemsstaterne. Dette har f.eks. omfattet fusioneringen af nationale infrastrukturer (såsom værdipapircentraler) med virksomheder, der virkelig fokuserer på grænseoverskridende aktiviteter (f.eks. internationale værdipapircentraler).

Selv om Kommissionen forholder sig neutral i spørgsmålet om vertikal eller horisontal konsolidering samt i spørgsmålet om flere infrastrukturer eller en enkelt infrastruktur og ejerprofiler, vil det som inden for enhver anden erhvervsgrøn vække bekymring, hvis konsolideringen fører til en ny dominerende stilling på markedet eller styrkelse af en sådan. Hidtil har de fleste fusioner inden for denne sektor ligget under tærsklerne i Rådets forordning 4064/89²⁹, den såkaldte "fusionsforordning", og er derfor ikke blevet anmeldt til EU's konkurrencemyndigheder.

Kommissionen vil fortsat overvåge fusioner og opkøb inden for sektoren nøje. Desuden skal både eksisterende og kommende enheder overholde de særlige forpligtelser, som de tillægges i EF-traktatens artikel 82, hvis de indtager en dominerende stilling på markedet. Desuden vil aftaler mellem udbydere af clearing og afvikling også blive overvåget i henhold til EF-traktatens artikel 81.

²⁸ Rådets forordning 1/2003 af 16. december 2002, EFT 2003 L1/1.

²⁹ Rådets forordning 4064/89 af 21. december 1989, EFT 1989 L395/1.

Efterhånden som konsolideringen af systemerne intensiveres, gør det samme sig gældende for købernes og tjenesteudbyderens rettigheder og forpligtelser inden for denne sektor. Visse specifikke spørgsmål kan nævnes. De skal imidlertid ikke betragtes som en udtømmende liste over konkurrenceproblemer eller en foregribelse af situationer, som måtte opstå i fremtiden.

Levering af tjenesteydelser og ikke-diskriminerende adgang: I den nuværende situation inden for branchen lægges der særlig vægt på overholdelsen af konkurrencereglerne, når aftaler eller samordnet praksis mellem virksomheder eller en enkelt virksomheds udnyttelse af en dominerende stilling begrænser konkurrencen på et bestemt marked. Når Kommissionen foretager denne vurdering, vil den tage hensyn til den økonomiske sammenhæng og den virkning, en sådan praksis kan have med hensyn til at skabe eller hæmme effektivitet og konkurrence på fællesmarkedet.

Prissætning: Kommissionen fungerer ikke som prisregulerende myndighed. Priser bør fastsættes af markedet, men det skal ske i henhold til visse grænser. En dominerende virksomhed har navnlig i henhold til EF-traktatens artikel 82 pligt til at undgå "*direkte eller indirekte påtvingelse af urimelige købs- eller salgspriser eller af andre urimelige forretningsbetingelser*"³⁰ og undgå "*anvendelse af ulige vilkår for ydelser af samme værdi over for handelspartner, som derved stilles ringere i konkurrencen*"³¹.

Eksklusivaftaler: Udtrykket "eksklusivaftaler" dækker en række uensartede juridiske situationer. Det kan forstås som omfattende retsakter og selvregulering samt aftaler inden for branchen. Eksklusivaftaler som sådan er ikke forbudt i henhold til konkurrencereglerne. De kan imidlertid være omfattet af EF-traktatens artikel 81, 82 og 86, navnlig i forbindelse med indførelse af grænseoverskridende tjenesteydelser. Sådanne bestemmelser inden for clearing og afvikling af værdipapirer omfatter forpligtelsen til at klare og afvikle inden for en bestemt infrastruktur, brugen af en bestemt central medkontrahent osv. Derimod er aftaler om brug af en bestemt infrastruktur, som ikke er eksklusivaftaler, blot et udtryk for markedets ret til at vælge ydelser hos en central medkontrahent eller et værdipapirafviklingssystem; disse udgør derfor ikke særlige problemer. Når virksomheder, der kan indtage en dominerende stilling, enten som følge af foranstaltninger fra myndighedernes side eller gennem konsolidering, har fordel af sådanne ordninger, skal man være særligt opmærksom på, at EF-traktatens artikel 82 overholdes.

Kommissionen overvåger aktivt udviklingen på markedet for clearing og afvikling. I mellemtiden rådes tjenesteudbyderne til at indtage en proaktiv holdning med hensyn til konkurrencesituationen i udviklingen af deres aktiviteter og forsøge at finde metoder til at undgå mulige konkurrenceproblemer på et tidligt tidspunkt.

KONKLUSIONER

I denne meddelelse defineres de centrale politiske mål, som Kommissionen har taget hensyn til i sine forslag til fremtidige foranstaltninger på EU-plan. Den omfatter en handlingsplan, hvori man skitserer de forskellige initiativer, der skal gennemføres for at opnå en integreret, sikker og effektiv ramme for clearing og afvikling i EU.

Der udbedes kommentarer til alle aspekter af meddelelsen fra Europa-Parlamentet og Rådet, Den Europæiske Centralbank, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg,

³⁰ Artikel 82, litra a).

³¹ Artikel 82, litra c).

Regionsudvalget, nationale regulerende og tilsynsførende myndigheder, andre organisationer og sammenslutninger på fællesskabs- og nationalt plan, markedsudøvere, institutionelle investorer, leverandører af infrastrukturydelser samt alle interesserede parter inden den 30. juli 2004. Kommentarerne sendes til GD MARKT G1, Europa-Kommissionen, B-1049 Bruxelles (e-mailadresse <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

Kommissionen opfordrer ligeledes Europa-Parlamentet og Rådet til at støtte den fremgangsmåde, der skitseres i denne meddelelse.

Bilag 1

Giovannini-hindringerne
Forskelle i it-platforme/grænseflader
Restriktioner på stedet for clearing og afvikling
Nationale forskelle i reglerne for selskabsretlige rettigheder
Forskelle i adgangen til/tidspunktet for intradag endelig afregning
Hindringer for fjernadgang
Nationale forskellige i afviklingsperioder
Nationale forskelle i åbningstider/afviklingsfrister
Nationale forskelle i praksis for udstedelse af værdipapirer
Restriktioner på placeringen af værdipapirer
Restriktioner på aktiviteterne for primære handlere og market-makers
Kildeskatteprocedurer stiller udenlandske mellemmand ringere
Skatteopkrævningen er indbygget i afviklingssystemet
Nationale forskelle i den juridiske behandling af værdipapirer
Nationale forskelle i den juridiske behandling af bilateral netting
Uensartet anvendelse af kollisionsnormer

Bilag 2: ORDLISTE

Central medkontrahent: Enhed, der udfører *clearing*-funktionen.

Clearingfunktion: Aktiviteter, der sikrer kontrahenterne mod risikoen for genanskaffelsesudgifter.

Udbydere af clearing- og afviklingstjenester: Værdipapirafviklingssystemer, centrale medkontrahenter, depotforvaltere og clearingmedlemmer.

Clearingmedlem: Mellemand ved levering af *clearing*-tjenesteydelser.

Depotforvalter: Mellemand ved levering af *clearing*-tjenesteydelser.

Mellemandsfunktion: Levering af direkte eller indirekte adgang til det udstedende værdipapirafviklingssystem eller den centrale medkontrahent, som et marked har indgået relevante clearingaftaler med.

Investor-værdipapirafviklingssystem: Værdipapirafviklingssystem, der fungerer som mellemand.

Udsteder-værdipapirafviklingssystem: Det værdipapirafviklingssystem, hvor værdipapirerne fastfryses eller gøres ikke-fysiske.

Markeder: Regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter som defineret i forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om markeder for finansielle instrumenter.

Genanskaffelsesudgift: De potentielle tab, hvis en medkontrahent i en handel svigter.

Clearing- og afviklingssystem for værdipapirer: Hele systemet af institutionelle ordninger, der er nødvendige for at afslutte en værdipapirtransaktion.

Værdipapirafviklingssystem: Alle institutioner, især værdipapircentraler, der udfører funktioner forud for afviklingen, under selve afviklingen og i forbindelse med deponering, undtagen depotforvaltere.

TARGET: Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System (transeuropæisk net af automatiserede realtidsbruttoafviklingssystemer), består af de nationale realtidsbruttoafviklingssystemer i de EU-lande, der har indført euroen, samt ECB's betalingsmekanismen.