



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 15.11.2000
KOM(2000)729 slutlig

**MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN
TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET**

**ÖVERSYN AV DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER
(93/22/EEG)**

**MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN
TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET**

**ÖVERSYN AV DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER
(93/22/EEG)**

- SAMMANFATTNING -

Vid sitt möte i Lissabon underströk Europeiska rådet hur strategiskt viktigt det är att stödja den ökade användningen av marknadsbaserad finansiering som en avgörande komponent för ett ökat ekonomisk välbefinnande i EU. I detta meddelande, som aviseras i handlingsplanen för finansiella tjänster, anges riktlinjer för, och efterlyses offentliga synpunkter på, en genomgripande översyn av direktivet om investeringstjänster (93/22/EEG).

Direktivet om investeringstjänster utgör en hörnsten i EU:s regelverk för investeringsföretag och värdepappersmarknader. Sedan det trädde i kraft för fem år sedan har det undanröjt de första rättsliga hindren för en gemensam värdepappersmarknad. Det enda pass som beviljas auktoriserade investeringsföretag används flitigt. Tillträdet till så kallade reglerade marknader och börser har avreglerats. Det har blivit lättare att handla med nationellt noterade värdepapper i andra länder i Europa.

Nya utmaningar

Direktivet om investeringstjänster måste ändå uppdateras för att uppfylla de krav som följer med den nya miljön för värdepappershandel. Marknadskrafterna, som förstärks av den gemensamma valutan, driver på efterfrågan på en integrerad finansmarknad. Informationstekniken revolutionerar affärsmetoder och banar vägen för en ny generation tjänsteföretag. Strävan efter bättre resultat, minskade kostnader och närvaro på alla europeiska marknader stimulerar en genomgripande omstrukturering av infrastrukturen för handel med värdepapper. Förslag till sammanslagningar och allianser mellan börser utgör det tydligaste uttrycket för dessa genomgripande förändringar. Konsolideringen av avräknings- och betalningssystem, som kan öka den europeiska värdepappershandelns effektivitet avsevärt, går allt snabbare.

Efter den gemensamma valutans inträde sker dessa strukturella förändringar på europeisk nivå. Den djupt rotade indelningen i nationella finansmarknader luckras upp och de gränsöverskridande överföringseffekterna förstärks. Antalet gränsöverskridande transaktioner ökar. Värde på de investeringsbeslut som fattas av investerare och emittenter i en medlemsstat blir allt känsligare för beteendet på andra marknader inom EU.

För att man skall uppnå de överordnade regleringsmålen investerarskydd samt effektiva, ordnade och stabila marknader krävs

- tilltro till att det finns godkända riskhanteringsmetoder och att de verkligen tillämpas,
- tydliga roller och ansvarsområden för olika reglerings- och tillsynsorgan,
- fortlöpande samarbete och en ökad samstämmighet mellan de behöriga myndigheternas verkställande metoder.

Prioriteringar vid översynen av direktivet om investeringstjänster

Dessa utmaningar fordrar att direktivet om investeringstjänster förbättras. Detta arbete kan fokuseras på följande fem nyckelprioriteringar:

- ***Ett effektivt pass för investeringsföretag.*** Det enda passets användbarhet har minskat genom att många undantag görs gällande dess räckvidd och att särskilda krav tillämpas i många värdländer. För att säkra alla de fördelar som är tänkta att följa med ett EU-pass för investeringsföretag krävs framsteg på två fronter – för det första måste alla institutionella företag omfattas av kontroller i sitt hemland och för det andra krävs en väl genomtänkt harmonisering av uppföranderegler för att skydda privata investerare, i kombination med lösningar för att underlätta förhandlingar om, ingående av samt skiljedomsförfaranden för avtalsenliga förbindelser.
- ***Nya sätt att tillhandahålla tjänster.*** Tekniken har främjat framväxten av nya former av tjänsteleverantörer, såsom alternativa handelssystem som konkurrerar med befintliga investeringsföretag och ibland även med infrastrukturleverantörer. Direktivet om investeringstjänster bör ge de europeiska tillsynsmyndigheterna på värdepappersområdet utrymme att tillämpa ett lämpligt kalibrerat och gemensamt skydd av sådana system, så att de kan verka i hela unionen.
- ***En effektiv konkurrens mellan börser och handelsplattformar.*** Direktivet om investeringstjänster bör ge nylanserade börser och handelsplattformar möjlighet till en effektiv och försiktig konkurrens om handelsvolym, utan några omotiverade hinder på reglerings- och tillsynsområdet. Konkurrensen får inte heller grundas på alltför omfattande tillsynsarbiterage som skulle kunna äventyra ordnade och effektivt fungerande marknader eller investerarskyddet. Reglerings- och tillsynsarrangemangen för europeiska börser och handelsplattformar bör återspegla en kollektiv "första bästa"-bedömning av risker och möjligheter. De bestämmelser i direktivet om investeringstjänster som rör reglerade marknader bör därför utvidgas till att utgöra en rättslig grund för dessa centrala referenspunkter, och då i synnerhet dem som gäller öppenhet och offentlighet.
- ***Avräknings- och betalningssystemens alltmer gränsöverskridande dimension.*** Avräkningssystemen konsolideras alltmer på europeisk nivå. Genom denna effektivitetshöjande utveckling koncentreras systemrisker och ökar risken för behörighetskonflikter mellan olika länders lagstiftning. Ett ömsesidigt förtroende för riskhanteringsmetoder samt samarbete mellan tillsynsmyndigheter blir därför av central betydelse. Avräkningsområdet och de återstående tekniska och rättsliga hindren för kopplingar mellan avräkning av värdepapper måste snarast uppmärksammas kollektivt.

En lämplig rättslig respons

Europa behöver en lagstiftning om finansiella tjänster som kan stå emot tidens prövningar. Man måste undvika detaljerade, inflexibla regler som snabbt blir inaktuella till följd av finansiell innovation eller marknadens utveckling. Ett regelverk som består av överordnade principer skulle kunna utgöra den rättsliga grundvalen för en dynamisk, ordnad och stabil gemensam finansmarknad. Sådana överordnade principer måste åtföljas av mekanismer som kan ge en kompletterande vägledning och säkra en enhetlig tolkning. Utan sådana mekanismer skulle regelverket förbli en död bokstav.

Ett uppdaterat direktiv om investeringstjänster måste utgöra en gemensam rättslig grund för en "rak" tillsyn och tillämpning. Samarbetet på reglerings- och tillsynsområdet genom Forum

of European Securities Commissions (FESCO) ger redan resultat, men måste utökas. Kommissionen, som verkar inom ramen för fördraget och EU:s institutionella ordning, och som vägleds av högnivåkommittén för värdepapperstillsyn, kommer att överväga hur man bäst kan beakta dessa behov då den utarbetar lagförslag i syfte att uppdatera direktivet om investeringstjänster.

I handlingsplanen för finansiella tjänster understryks det alltmer akuta politiska behovet att se över och stärka EU:s regelverk för värdepappersmarknader. Vid sitt möte i Lissabon framhävde Europeiska rådet vikten av att påskynda och fullborda detta arbete före 2005. Genom detta meddelande inleds ett omfattande samråd om en möjlig översyn av en av de centrala delarna av detta regelverk, nämligen direktivet om investeringstjänster. Kommissionen uppmanar Europaparlamentet, nationella reglerings- och tillsynsmyndigheter, andra organisationer på EU-nivå inbegripet FESCO, marknadsaktörer samt alla andra berörda parter att inkomma med sina synpunkter på den analys och de frågor som tas upp i detta meddelande. I bilaga 1 sammanfattas de specifika frågor på vilka synpunkter efterfrågas.

Synpunkter bör skickas till kommissionen före den 31 mars 2001. (Adresserat till GD MARKT F, avenue Cortenbergh 107, B-1040 Bryssel: e-postadress: MARKT-ISD@cec.eu.int).

- KOMMISSIONENS MEDDELANDE -

1. INLEDNING

1.1. Att genomföra slutsatserna från Europeiska rådets möte i Lissabon

Vid sitt möte i Lissabon underströk Europeiska rådet vikten av att före 2005 skapa effektiva och integrerade finansmarknader som en avgörande del av Europas strategi för tillväxt och sysselsättning. Rådet identifierade integrering, effektivitet och stabilitet som centrala referenspunkter i syfte att mäta de europeiska värdepappersmarknadernas utveckling. EU:s politik bör präglas av tre överordnade principer, nämligen investerarskydd, ordnade och effektivt fungerande marknader samt marknadsstabilitet.

Dessa mål förstärker varandra; integrerade marknader resulterar i en konsoliderad likviditet, möjliggör en så produktiv kapitalfördelning som möjligt och främjar konkurrensen mellan tjänsteleverantörer. Effektiva börser hamnar i en god cirkel där de kan dra till sig mer likviditet, stärka sina konkurrensfördelar och effektivisera prissättningen av europeiska värdepapper. En väl avvägd stabilitet och handelssäkerhet utgör väsentliga inslag i alla handelssystem.

Genom att (den tidigare splittrade) nationella likviditeten samlas kan europeiska besparingar användas så produktivt som möjligt. Den demografiska utvecklingen kräver ett säkert och produktivt komplement till lagstadgade pensionssystem. Investeringar i värdepapper utgör en väsentlig del av investeringsstrategier som är framgångsrika på medellång till lång sikt. Dessutom erbjuder en konsoliderad likviditet låntagare, och då särskilt företag, ett flexibelt och konkurrenskraftigt alternativ till banklån för att finansiera sysselsättningsskapande investeringar. Starka och likvida finansmarknader ger företag möjlighet att finjustera sina finansiella strukturer och fullborda finansieringskedjan från företagsstart till börsintroduktion. Företag och emittenter får ett bättre pris för sina värdepapper. Tillgången till det bredast möjliga utbudet av potentiella investerare kommer att stärka prissättningsmekanismen och säkra den mest konkurrenskraftiga prissättningen av kapital. Slutligen kommer förmedlings- och transaktionskostnader – provisioner och avgifter som tas ut av mellanhänder – att hållas på ett konkurrenskraftigt minimum. Bedömningen att marknadsbaserad finansiering skapar möjligheter till betydande vinster för europeiska investerare och utgivare av värdepapper omkullkastas inte av perioder med kraftigt ökad volatilitet eller tillfälliga marknadskorrigeringar.

Det räcker emellertid inte att undanröja hindren för fri rörlighet. Det krävs också lagstiftningsåtgärder för att korrigera brister på marknaden och underlätta ett effektivt samspel mellan utbud av och efterfrågan på kapital. Det behövs ett regelverk där man betonar en öppen tillgång till marknader, aktieägares rättigheter, effektiva finansiella upplysningar, en rättsligt säker avräkning och betalning samt hävdande av kontrakt för att säkra fördelarna med effektiva och stabila marknadsbaserade system. I handlingsplanen för finansiella tjänster anges den första raden av förbättringar av EU:s regelverk för värdepappersmarknaderna som

inbegriper ett enda pass för emittenter, regler om marknadsmanipulation och gränsöverskridande säkerheter¹.

Själva regleringssystemet måste också fungera effektivt. EU-reglerna måste vara tydliga och uttömmande, kunna genomföras av medlemsstaterna och tillämpas effektivt av tillsynsmyndigheterna samt kunna anpassas snabbt. Detta kommer att säkra att reglerna hålls à jour med marknadsutvecklingen och bidra till skapandet av integrerade och effektiva värdepappersmarknader.

1.2. Strukturella förändringar på EU:s finansiella marknader

Den marknadsbaserade finansieringen har börjat kullkasta bankernas traditionella dominans inom utlåningsområdet i flertalet EU-länder. Nya företag ger ut aktier i en aldrig tidigare skådad omfattning². Institutionella investerare och en ny generation konkurrenskraftiga mäklare mobiliserar hushållens besparingar – i vissa medlemsstater äger mer än var tredje vuxen egna aktier. Handelsinfrastrukturerna genomgår också långtgående förändringar. Ny teknik underlättar inträdet för nya tjänsteleverantörer som kan konkurrera med de gamla aktörerna på alla steg i handelssystemet – från rudimentära system för att dirigera order till fullfjädrade börsliknande enheter. På börsnivå har man inlett arbetet att ge emittenter, investerare och mellanhänder en plattform för handel i europeisk omfattning. Dessa har lett till ambitiösa förslag till sammanslagningar och allianser mellan börser. Avräkning (och i en mindre grad betalning) är av central betydelse som ett viktigt kostnadsställe i den europeiska handeln där en konsolidering kan innebära stora fördelar. Trycket från marknadsanvändarna suddar ut gränsen mellan nationell och europeisk/internationell avräkning och betalning.

Denna strukturella utveckling, som förstärkts genom att valutarisken försvann inom euroområdet, har nått en europeisk dimension. Det ömsesidiga beroendet på marknaden ökar på alla nivåer. Investeringshorisonten för institutionella och privata investerare blir allt mer europeisk. Samma finansiella instrument kan potentiellt handlas på konkurrerande börser och handelsplattformar i hela EU. Samma investeringsföretag deltar på olika börser och har samma nationella kundbas. Slutligen konkurrerar börser och nya typer av handelsplattformar över gränserna om orderflöden och blir allt mer beroende av konsoliderade avräkningscentraler/centrala motpartsfunktioner.

2. BEDÖMNING AV DIREKTIVET OM INVESTERINGSTJÄNSTER

2.1. Struktur och utformning

Direktivet om investeringstjänster utgör regelverket för reglering och tillsyn av investeringsföretag och vissa aspekter på de börser och marknader som de verkar på. Det består av tre huvuddelar.

¹ KOM(1999)232, 11.5.1999.

² En tredjedel av den totala volymen nya aktier som emitterades på de europeiska aktiebörserna under 1999 härrörde från nymoterade företag.

1. Ett enda pass (verksamhetstillstånd) för investeringsföretag

Enligt direktivet om investeringstjänster får investeringsföretag tillhandahålla tjänster eller etablera filialer i andra medlemsstater på grundval av sin auktorisation från hemlandet. Detta ömsesidiga erkännande kompletteras av harmoniserade grundläggande principer för den ursprungliga auktorisationen och löpande verksamhet. Av särskild vikt i detta avseende är de grundläggande principerna för organisatoriska krav och uppföranderegler för investeringsföretag. De centrala bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster kompletteras av de första och andra direktiven om kapitaltäckningsgrad (93/6 respektive 98/31)³. I den mån som harmoniseringsbestämmelser ingår i direktivet om investeringstjänster är de begränsade till att ange huvudprinciper.

Den traditionella mäklaren/handlaren är den affärsmodell som har inspirerat nyckelbestämmelser i direktivet om investeringstjänster, vilken är uppenbart av den tunga betoningen på transaktionskrav som har utformats för att skydda investerare från ett oegentligt eller olämpligt uppförande från investeringsföretagens sida. Det nationella genomförandet av dessa bestämmelser återspeglar också traditionella sätt att tillhandahålla tjänster, som består av upprepade kontakter mellan företag och kund genom telefonsamtal eller skrivelser. Garanti- och placeringsverksamhet åtnjuter enligt direktivet om investeringstjänster också auktorisation på egna förtjänster. Företag som tillhandahåller sidotjänster såsom rådgivning och förvaring/förvaltning kommer dock inte i åtnjutande av denna auktorisation såvida de inte tillhandahåller dessa tjänster tillsammans med en av "huvudtjänsterna".

Direktivet om investeringstjänster har urholkat marknadsindelningen på investeringsföretagsnivå och tillgången till reglerade marknader. Många företag har använt sig av det enda passet. I figur 1a och 1b i bilagan ges vissa uppgifter om nya leverantörer eller branscher inom området investeringstjänster⁴.

2. Tillgång till "reglerade marknader"

Som en naturlig följd av det enda passet för investeringsföretag har man i direktivet om investeringstjänster undanröjt de officiella begränsningarna för medlemskap i eller tillgång till reglerade marknader som annars skulle ha tillintetgjort passets effekter för investeringsföretag. Genom direktivet förbjuds kvantitativa eller andra godtyckliga begränsningar för tillgång till eller medlemskap i reglerade marknader. Dessutom måste marknader som har ett elektronisk handelssystem släppa in "avlägsna medlemmar" som är etablerade i andra medlemsstater. Medlemmar från andra EU-länder och tredje land står nu för mellan 30 och 50 procent av de totala

³ I dessa direktiv anges de kapitalreserver som investeringsföretag måste göra för att täcka positioner och marknadsrisker i sina handelsportföljer. Eftersom frågor som rör reglering och tillsyn inom området kapitaltäckning redan är föremål för en översyn i gemenskapen på grundval av Basel-kommitténs arbete, kommer de inte att tas upp i detta meddelande.

⁴ Till dessa siffror måste läggas kreditinstitutioner som är auktoriserade att tillhandahålla investeringstjänster på grundval av auktorisationer som har beviljats enligt det andra banksamordningsdirektivet. Utöver detta direktiv omfattas dessa företag av artiklarna 4, 8, 10, 11, 12, 14.3, 14.4 och 15 i direktivet om investeringstjänster. I många medlemsstater är antalet nya företag från andra länder mycket större än antalet inhemska auktoriserade företag. Det saknas uppgifter om nationella marknadsandelar för företag från partnerländer. Den begränsade användningen av alternativet att etablera filialer kan antingen bero på relativt betungande anmälnings- och auktorisationsförfaranden eller på ett begränsat kommersiellt intresse för filialmodellen.

medlemskapen i Amsterdam, Paris, Eurex och Frankfurt samt för en ansenlig del av omsättningen. Detta mönster är utbrett men inte allena rådande (vissa börser som till exempel Madrid har inga avlägsna medlemmar). I direktivet om investeringstjänster föreskrivs också att deltagare från partnerländer skall ha tillgång till avräkning och betalning i samband med sina transaktioner.

Reglerade marknader har rätt att placera handelsinrättningar i partnerländer för att betjäna avlägsna medlemmar i andra medlemsstater. Några få börser har redan använt denna möjlighet aktivt. I detta avseende förebådar direktivet om investeringstjänster den konkurrens som för närvarande råder mellan börser.

"Reglerade marknader" definieras genom att det hänvisas till rudimentära krav för börsnotering, rapportering och öppenhet. Varje nationell myndighet har kvar ansvaret för att nominera marknader som "reglerade marknader" samt för att bevilja dessa marknader särskilda eller exklusiva rättigheter. För att se till att investerarna kommer i åtnjutande av bästa möjliga prisspel har de nationella myndigheterna dessutom möjlighet att kräva att vissa transaktioner skall utföras på en reglerad marknad (koncentrationsregeln i artikel 14.3).

3. Samarbete mellan tillsynsmyndigheter

Innan direktivet om investeringstjänster trädde i kraft varierade det lagenliga skyddet och tillsynsmetoderna avsevärt inom EU. I viktiga bestämmelser i direktivet om investeringstjänster fastställs krav på de nationella behöriga myndigheterna samt anges ansvar och skyldigheter för tillsyn och övervakning av de bestämmelser som anges i direktivet. I artiklarna 22–27 i direktivet läggs grunden för en ökad samstämmighet i fråga om ansvar för tillsyn och ställs krav på en tydlig fördelning av huvudansvar mellan olika nationella organ eller självreglerande organisationer. Dessa bestämmelser har gett en avsevärd skjuts åt harmoniseringen av reglerings- och tillsynsmetoder. Genom direktivet om investeringstjänster har man skapat en gemensam modell för reglering och tillsyn samt krävt en tydlig fördelning av huvudansvaret då olika organ och självreglerande organisationer berörs. Genom direktivet om investeringstjänster formaliseras vidare mekanismer för ett omfattande samarbete mellan nationella myndigheter både i enskilda fall och fortlöpande. Detta samarbete är en förutsättning för att man skall bevara investerarnas förtroende och marknadens integritet på en integrerad marknad. Genom det nyligen inrättade *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) har samarbetet mellan nationella berörda myndigheter givits en mer organiserad – om än inte bindande – form.

2.2. Strukturella begränsningar för investeringstjänstedirektivets effektivitet

Det ömsesidiga erkännandet av nationell auktorisation och tillsyn har i allmänhet gynnat de europeiska marknaderna. De övergripande definitionerna och huvudkoncepten i direktivet om investeringstjänster har varit tillräckligt flexibla för att kunna möta utvecklingen i fråga om affärsmetoder och nationell tillsyn. Den allmänna karaktären hos många av direktivets bestämmelser, som inte heller får stöd genom mer detaljerade riktlinjer eller genomförandeåtgärder, har emellertid också sina nackdelar. Framför allt har investeringstjänstedirektivets effektivitet minskats av följande faktorer:

- Den omfattande urvattningen av "hemlandsfilosofin" i direktivet. I ett antal bestämmelser i direktivet tillåts värdlandet att intervensera eller utöva tillsyn med hänvisning till behovet att värna om "det allmännas bästa". De mest anmärkningsvärda bestämmelserna i detta avseende är artiklarna 13, 17.4, 18.2 och 19. I artikel 11.2 åläggs ansvaret för införandet och tillsynen av efterlevnaden av uppföranderegler till den medlemsstat "där en tjänst tillhandahålls"⁵. Det finns objektiva skäl att tillåta interventioner från värdlandets sida om de syftar till att skydda privata investerare. Frånvaron av effektiva mekanismer för att underlätta en övergång till hemlandsprincipen eller för att begränsa räckvidden för värdlandsprincipen utgör en brist i det nuvarande direktivet.
- Otydliga bestämmelser eller definitioner som har banat vägen för omfattande skillnader i tolkningen och genomförandet på nationell nivå – till exempel när det gäller genomförandet av definitioner av huvudtjänster, tillämpningen av uppförandeprinciper, utnämningen av reglerade marknader samt bestämmelser om användningen av befogenheter i nödsituationer enligt artikel 19. I direktivet föreskrivs ingen mekanism som skulle kunna användas för att ge ytterligare vägledning eller skapa gemensamma strategier för att tolka och genomföra harmoniseringsåtgärder.

Det krävs en genomgripande översyn av direktivet om investeringstjänster för att åtgärda dessa brister och på så sätt utnyttja de unika möjligheter och ta sig an de utmaningar på regleringsområdet som följer av den nya miljön för värdepappershandel. Utifrån sin bedömning av de nuvarande marknadstendensernas konsekvenser på regleringsområdet har kommissionen identifierat ett antal teman som man skulle kunna rikta in sig på vid översynen av direktivet om investeringstjänster. Dessa teman har delats in under två rubriker – dels frågeställningar kring hur det enda passet för investeringsföretag och tjänsteleverantörer fungerar, dels frågeställningar som aktualiseras av den strukturella utvecklingen på börs- och handelsinfrastrukturnivå.

3. ETT FULLT FUNGERANDE ENDA PASS

3.1. Att klargöra och utöka de rättigheter som följer med passet

Räckvidden för det pass (verksamhetstillstånd) som avses i direktivet om investeringstjänster begränsas av ett antal undantag. I artikel 2.2 och 2.4 föreskrivs en rad olika undantag, varav vissa inte längre är relevanta⁶. Vissa närliggande tjänster, särskilt säkerhetsdepåer, kan på egna meriter få en sådan auktorisation som avses i direktivet. Då en tjänst definieras om från en sidotjänst till en huvudtjänst måste man överväga huruvida bestämmelserna i direktivet är adekvata för att hantera de tillsynsfrågor som rör den aktuella tjänsten. De konkreta fördelar som följer med passet måste dessutom uppväga kostnaderna för att uppfylla föreskrivna regler (t.ex. om kapitaltäckning).

⁵ I avsaknad av en tydlig gemensam uppfattning om metoderna för att fastställa från vilken medlemsstat en tjänst tillhandahålls, tillämpar nästan samtliga nationella myndigheter lokala uppföranderegler på tjänster som tillhandahålls från utlandet till investerare med säte i den ifrågavarande medlemsstaten.

⁶ Mot bakgrund av ändrad praxis på marknaden bör man särskilt uppmärksamma de kopplingar mellan tjänster som avses i artikel 2.2 g och tjänster som rör mottagande eller vidarebefordran av order.

De behöriga myndigheterna skiljer sig åt i fråga om i vilken omfattning de tillämpar de olika bestämmelserna i direktivet på specifika grundläggande investeringstjänster. Exempelvis skiljer sig medlemsstaterna åt i fråga om i vilken omfattning de skräddarsyr uppföranderegler för tjänster som rör mottagning och vidarebefordran eller för rena verkställande mäklartjänster. Företag som är auktoriserade i en medlemsstat kan vara föremål för en kvalitativt annorlunda tillsynsordning då de verkar i en annan. Mer samstämmiga nationella förhållningssätt skulle underlätta gränsöverskridande tjänster samt framväxten av nya teknikbaserade affärsmodeller. Nya metoder och former för att tillhandahålla investeringstjänster kan vara förenliga med befintliga uppförandeprinciper. Genom att skapa en större säkerhet kring hur olika bestämmelser i direktivet om investeringstjänster kan tillämpas på och anpassas till enskilda huvudtjänster kan man därför slå två flugor i en smäll.

- *För att det enda passet för investeringsföretag skall fungera effektivt måste man se över de undantag som anges i artikel 2.2 och 2.4 samt bedöma huruvida vissa sidotjänster bör definieras om till huvudtjänster.*
- *I översynen av direktivet om investeringstjänster bör man tydligt ange hur enskilda bestämmelser bör skräddarsys för olika huvudtjänster för att på så sätt undvika markanta skillnader mellan de nationella tillsynsordningarna som försvårar gränsöverskridande tjänster. Kommissionen önskar få in synpunkter på vilka bestämmelser i direktivet som kan tillämpas på olika sätt samt på hur de kan anpassas till olika huvudtjänster.*

3.2. Att skydda investerare och hantera överlappande tillsyn

Det mest utbredda problemet i användningen av det enda passet är utrymmet för rättslig osäkerhet och konflikt. Såsom anges i vissa nyckelbestämmelser i direktivet tillämpar värdländerna i allmänhet nationella uppförande- och marknadsföringsregler samt vissa organisatoriska krav eller försiktighetskrav (förvaltning av kundernas pengar) på tjänster som tillhandahålls inhemska investerare. De därav följande dubbla tillsynsordningarna försvårar i första hand gränsöverskridande mäklar- och handlartjänster.

I praktiken förutsätter ett enda pass en systematisk tillämpning av hemlandets principer för tillsyn av företagets skyldigheter gentemot marknaden och en rättvis behandling av kunderna. I nuläget privilegieras i flera bestämmelser i direktivet värdlandets tillämpning eller tillåts oreserverade undantag för det "allmännas bästa". Dessa undantag i direktivet för värdlandets grundläggande filosofi måste granskas noggrant. Denna granskning får dock inte resultera i en urvattning av investerarskyddet – myndigheterna i hemlandet har ofta de bästa förutsättningarna för att utöva tillsyn och tillämpa kraven på investerarskydd då sådana behov väl har upptäckts.

Då man främjar ett effektivare enda pass bör man göra en distinktion mellan tjänster som tillhandahålls professionella motparter och sådana som tillhandahålls privata investerare. När det gäller tjänster som tillhandahålls professionella investerare krävs ingen ytterligare harmonisering för att man helt skall kunna förlita sig på att hemlandet tillämpar gällande försiktighets- och uppföranderegler. I kommissionens meddelande om artikel 11 i direktivet om investeringstjänster ges en detaljerad och

icke bindande analys av praktiska och sakliga överväganden som stöder detta förhållningssätt⁷. I FESCO:s aktuella överenskommelse om gränsen mellan professionella och privata investerare anges en samstämmig och praktisk grund för att identifiera professionella investerare för vilka värdlandets uppföranderegler får åsidosättas. Vid översynen av direktivet bör man försöka ge detta förhållningssätt en fullständig rättslig grund, och då inte bara i fråga om uppföranderegler för en rättvis behandling utan också för marknadsföring och företagets skyldigheter gentemot marknaden.

När det gäller privata investerare måste övergången till hemlandets tillsyn av investeringstjänster ske med försiktighet. I nuläget kan värdlandet ha relativa fördelar som en första försvarslinje när det gäller att upptäcka och vidta åtgärder mot företag som bryter mot gällande regler i sina mellanhavanden med privata investerare. Man kan inte heller anta att uppföranderegler i olika medlemsstater erbjuder ett jämförbart skydd för privata investerare. Följaktligen kan privata investerare åtnjuta fördelar och känna tillförsikt genom möjligheten att söka gottgörelse inom sin egen jurisdiktion.

Kommissionen överväger praktiska sätt att hantera dessa frågor. Privata investerare behöver uppenbarligen komma i åtnjutande av centrala delar av den inhemska tillsyns- och rättsordningen. Genom direktivet om distansförsäljning kommer man att harmonisera de krav som rör allmän information till köpare av finans- och investeringstjänster som marknadsförs eller säljs på distans. Inom FESCO arbetar man på att harmonisera uppförandereglerna i fråga om privata investerare. Det återstår dock andra praktiska problem. Till exempel i de fall kundavtal eller andra avtalsmässiga arrangemang ligger till grund för förhållandet företag–kund kommer bestämmandet av vilken lagstiftning som är tillämplig på de kontraktsevenliga skyldigheterna att styras av Romkonventionen. Detta kan leda till att vissa av de obligatoriska reglerna i kundens hemland kommer att tillämpas i kraft av de kontrakt som styr förhållandet företag–kund. Slutligen kanske mekanismerna för samarbete mellan tillsynsmyndigheterna måste förstärkas för att främja ett ömsesidigt förtroende i fråga om hur gemensamma regler om investerarskydd genomförs och tillämpas i praktiken. Dessa uppgifter– som inte är specifika för investeringstjänster – kommer också att kräva en lösning.

Direktivet om elektronisk handel innebär redan en avgörande övergång till principen om ursprungslandets regler för alla investeringstjänster som tillhandahålls elektroniskt. Översynen av direktivet om investeringstjänster måste bana väg för en systematisk övergång till principen om hemlandets regler. Framdeles måste värdlandets återstående ansvarsområden vara strikt avgränsade och i huvudsak begränsas till uppföranderegler för en rättvis behandling av privatkunder. I de undantagsfall där man tillåter att värdlandet tar ansvaret bör man fastställa villkor som innebär att detta ansvar upphör automatiskt då det väl har uppfyllts.

- *Principen att hemlandet skall utöva tillsyn bör genomföras utan att den förbehålls tjänster som tillhandahålls professionella motparter. Finns det utöver uppförandereglerna några andra bestämmelser i direktivet som skulle kunna innehålla en tydlig och praktiskt genomförbar distinktion mellan professionella och privata investerare?*

⁷

Kommissionens meddelande KOM (XX) 2000: Tillämpning av uppföranderegler enligt artikel 11 i direktivet om investeringstjänster, november 2000.

- *Kommissionen önskar få in synpunkter på frågor inom reglerings- och tillsynsområdet där det är motiverat att värdlandet under en övergångstid behåller ett visst ansvar. Vilka övriga villkor måste vara uppfyllda innan värdlandets återstående ansvar kan avvecklas?*

Vid besvarandet av dessa frågor uppmanas de svarande att beakta analysen i kommissionens meddelande om artikel 11 i direktivet om investeringstjänster.

3.3. Nya aktörer – Alternativa handelssystem

Informationstekniken har minskat inträdeshindren på alla nivåer inom handeln med värdepapper – från tillhandahållande av mäklar- och handlartjänster, ren orderstyrning och vidarebefordran till skapandet av avancerade plattformar för matchning och verkställande av order. I denna del av spektret kan nya aktörer funktionsmässigt likna fullfjädrade börser, och flera har auktoriserats som reglerade marknader.

En större osäkerhet har präglat frågan hur man i gemenskapslagstiftningen skall behandla alternativa handelssystem när det gäller reglering och tillsyn. Sådana system auktoriseras för närvarande som investeringsföretag i olika medlemsstater. De som använder dessa system måste ges ett adekvat skydd, och samspelet med den övergripande handeln med värdepapper måste optimeras. Nyckelfrågan är huruvida man i investeringstjänstedirektivets (och nationella) bestämmelser om investeringsföretag i tillräcklig grad beaktar de potentiella tillsynsrisiker som är förknippade med dessa enheter. De alternativa handelssystemen utgör inte en homogen grupp⁸. En detaljerad analys som gjorts av FESCO visar dock att dessa system mycket ofta kan likställas med investeringsföretag⁹. På grundval av en bedömning från fall till fall av enskilda alternativa handelssystemss tillsynsrisikprofil skulle en stegvis tillämpning av organisatoriska krav (artikel 10) och uppföranderegler (artikel 11) dock kunna vara ett tänkbart sätt att hantera eventuella ytterligare risker för investerare eller se till att marknaderna fungerar på ett ordnat sätt.

Nationella regleringsorgan på värdepappersområdet föreslår att man tillämpar denna strategi som det lämpligaste kortsiktiga förhållningssättet för tillsyn över alternativa handelssystem. Med förbehåll för EG-domstolens eventuella tolkning av frågan om detta förhållningssätt är förenligt med direktivet om investeringstjänster anser kommissionen att det utgör en snabbt tillgänglig övergångslösning. Det är av avgörande betydelse att varje kompletterande krav tillämpas på ett enhetligt sätt så att de auktoriserade investeringsföretagens "passrättigheter" inte beskärs.

Detta pragmatiska förhållningssätt kan dock inte utgöra en slutgiltig lösning. Vissa alternativa handelssystem kan stå i centrum för organiserad handel med finansiella instrument. De exponeras sålunda för samma risker som börser och reglerade marknader när det gäller att behålla marknadens förtroende, öppenhet samt en ordnad och effektiv handel. Detta kan motivera att man tillämpar de bestämmelser som

⁸ Vissa alternativa handelssystem tillhandahåller en rudimentär elektronisk mötesplats ("anslagstavla") för matchning av order, medan andra i princip kan likställas med elektroniska interna handlar- och mäklartjänster eller orderböcker för handlare.

⁹ *The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe*. FESCO 00-064C, 25.9.2000. Detta dokument är tillgängligt på www.europefesco.org

gäller för reglerade marknader. För närvarande görs det i direktivet om investeringstjänster en strikt distinktion mellan investeringsföretag och reglerade marknader. Detta utesluter att bestämmelser som rör reglerade marknader extrapoleras till investeringsföretag. Genom översynen av direktivet kan man därför göra det möjligt att (proportionellt) tillämpa de bestämmelser som rör rapportering, öppenhet och upplysningar på de alternativa handelssystem som uppvisar stora likheter med börser.

- *Vilka av principerna i artiklarna 10 och 11 är mest relevanta för att hantera situationer där alternativa handelssystem tillhandahåller infrastrukturtjänster? Kan några andra bestämmelser som rör investeringsföretag vara relevanta?*
- *Vilka bestämmelser (om t.ex. rapportering, öppenhet, övervakning/tillämpning) i regelverket för reglerade marknader är mot bakgrund av den funktionsmässiga strategin för att reglera alternativa handelssystem mest relevanta för olika typer av alternativa handelssystem?*

4. REGLERADE MARKNADER OCH HANDELSINFRASTRUKTUREN

Genom att vidga basen för medlemskap på börser och reglerade marknader har direktivet om investeringstjänster indirekt underlättat konkurrensen mellan handelssystem. Incitamenten att öka handelsvolymerna har förstärkts genom övergången till en "vinstinriktad" bas. Många börser har utnyttjat de möjligheter som underförstått finns i nätverk med öppna medlemskap. Konkurrensen hårdnar mellan börser. Möjligheterna att begränsa transaktionskostnaderna ytterligare genom att tillämpa ny teknik är begränsade eftersom många europeiska börser använder sig av den senaste tekniken. Den mest lovande vägen till framtida intäktsökningar ligger i att öka handelsvolymen, vilket leder till skal- och stordriftsfördelar. Vissa börser och nya aktörer strävar efter att täcka hela Europa genom en organisk tillväxt. Andra börser söker i stället långtgående allianser eller rena sammanslagningar med en potentiellt kraftig koncentration av handelsvolymen samt starkare och mer likvida värdepappersmarknader som följd. Fördelarna begränsar sig inte till skal- och stordriftsfördelar i handeln – mer svårfångade förbättringar i fråga om en ökad likviditet och bättre prissamspel blir i slutändan desto viktigare. Det kan krävas anpassningar eller tillägg i direktivet om investeringstjänster för att optimera denna utveckling och på så sätt

- (1) stödja en effektiv konkurrens om orderflöden mellan börser ("pass"),
- (2) klargöra de rättsliga kraven på reglerade marknader i syfte att bevara de fördelar som följer av en ordnad och effektiv handel ("överordnade principer"),
- (3) främja en öppen prissättning av värdepapper på enskilda börser och inom handelssystemet i dess helhet,
- (4) skapa ett gemensamt förhållningssätt för integrering och tillsyn av funktioner som rör avräkning och betalning av värdepapper.

4.1. Ett enda pass för reglerade marknader

Även om de elektroniska marknadernas rätt att driva handelsinrättningar i medlemsstaterna kan ses som en föregångare ges reglerade marknader inte fullständiga "passrättigheter" i direktivet om investeringstjänster. För att underlätta tillhandahållandet av handelstjänster för ett brett spektrum av värdepapper i Europa, måste man granska definitionen av och bestämmelserna för reglerade marknader i direktivet.

För närvarande definieras begreppet "reglerad marknad" i artikel 1.13 genom att man hänvisar till de krav som ställs för att medge notering av värdepapper (inklusive de direktiv 79/279 fastställda villkoren för upptagande av värdepapper på en officiell fondbörs). Villkoren för notering utgör den första försvarslinjen när det gäller att säkerställa kvaliteten på de instrument som handlas på marknaderna och att investerare ges tillräckliga upplysningar. Problem uppstår till följd av rådande osäkerhet om hur "reglerade marknader" bör fullgöra sina skyldigheter att säkerställa att alla värdepapper uppfyller kraven för "officiell notering" (såsom dessa specificeras i direktiv 79/279)¹⁰. I grund och botten har praxis hittills varit att reglerade marknader bör tillhandahålla noteringsfunktioner beträffande alla värdepapper som handlas på den marknaden. Denna praxis för "reglerade marknader" som innebär att värdepapper noteras officiellt innan de börjar att handlas kan innebära betydligt ökade kostnader och begränsa utrymmet för konkurrerande marknader och börser att uppta samma värdepapper för handel. Tillträde för notering respektive till handel måste därför skiljas åt om det skall vara möjligt att underlätta en mer livaktig konkurrens mellan handelssystem. Dessutom motiverar strukturella förändringar såsom ändrade bolagsformer för börser att man omdefinierar hur målen i fråga om notering och upplysningar skall uppnås. Innan några långtgående anpassningar kan planeras måste man dock finna en rättvis grund för att fördela omkostnaderna för notering och därmed förknippade krav såsom spridning av priskänslig information. Utan några lämpliga arrangemang kan lönsamhetsinriktade börser försöka avyttra kostsamma noteringsfunktioner, särskilt om de anser att konkurrenterna "åker snålskjuts" på deras noteringstjänster. Detta skulle äventyra viktiga tjänster i "det allmännas bästa" som tillgodoses genom notering. Man bör planera för detta förhållningssätt i en uppdaterad definition av "reglerade marknader". Det motiverar också en översyn av bestämmelserna i direktiv 79/279¹¹.

Genom koncentrationsregeln i artikel 14.3 ges medlemsstaterna möjlighet att kräva transaktioner med vissa finansiella instrument på en reglerad marknad. Denna bestämmelse syftade till att stärka skyddet av investerare genom att begränsa transaktioner "utanför marknaden" till professionella investerare. Handeln med finansiella instrument kan dock artificiellt ledas till en viss reglerad marknad. Investerare skyddas på ett bättre sätt genom lämpliga bestämmelser som riktar sig till marknadsaktörer som agerar för investerares räkning och genom en strikt tillämpning

¹⁰ Direktiv 79/279 av den 5 mars 1979 (EGT L 66, 16.3.1979). Osäkerhet om överensstämmelsen med de officiella kraven för upptagande på fondbörs blir betydligt större när det gäller värdepapper för vilka direktiv 79/279 inte är tillämpligt. Härvidlag utgör behovet att utarbeta ett offentligt erbjudandeprospekt för alla överlåtbara värdepapper som emitteras på en marknad en skyddsåtgärd.

¹¹ Förutom frågan om sambandet mellan notering och tillstånd för handel, brister direktiv 79/279 i klarhet när det gäller räckvidden av vissa nyckelbegrepp som exempelvis "officiell notering" och "värdepappersbörs". Olikheter i fråga om kvaliteten på de värdepapper som handlas på "reglerade marknader" och om den därmed sammanhängande graden av upplysningsskyldighet skulle kunna uppstå.

av kraven på "bästa verkställande". För att undvika godtyckliga eller oproportionerliga begränsningar för konkurrensen mellan reglerade marknader kan det vara lämpligt att granska motiven för att behålla koncentrationsregeln eller åtminstone dess nuvarande form.

Genom artikel 15.5 i direktivet om investeringstjänster ges medlemsstaterna rätt att begränsa inrättandet av nya marknader inom sina territorier. Såsom erkänns av IOSCO motiverar förvaltningen av och ordningen på marknaderna lämpliga licensierings- och auktorisationsarrangemang för börser. Den nuvarande bestämmelsen bör dock ses över för att se till att den inte används för att hindra verksamheten för reglerade marknader som har godkänts av myndigheterna i en annan medlemsstat.

Kommissionen noterar också att främjandet av konkurrens mellan kommersiella börser också motiverar att konkurrensmyndigheterna är vaksamma och hindrar en kontroll över tillträdet till enskilda handelsnät som inverkar negativt på konkurrensen. Nya teknikbaserade aktörer eller konkurrens från utländska marknader kan begränsa denna risk genom att öka konkurrensen mellan handelssystem eller börser. En orimlig koncentration av handelsvolymen i ett eller flera privata handelssystem ger ändå anledning till oro. Det skulle vara särskilt oroande om en horisontell koncentration på handelssystemnivå skulle åtföljas av en vertikal integration som omfattar handels-, avräknings- och centrala motpartssystem. De fördelar som är förknippade med en "bearbetning genom alla led" skulle då motvägas av de negativa effekter på konkurrensen som dominansen i handelsinfrastrukturen skulle medföra.

- *De krav på reglerade marknader som innebär att de måste uppfylla villkor för notering samt kriterierna för tillträde till handel måste klargöras. Detta kräver att man samtidigt uppdaterar direktiv 79/279. Vilka villkor måste vara uppfyllda för att en sådan strategi skall lyckas samtidigt som man bevarar upplysningkraven och upprätthåller kvaliteten på handeln med värdepapper?*
- *Koncentrationsregeln i artikel 14.3 samt rätten enligt artikel 15.5 att förbjuda inrättandet av nya marknader måste ses över i syfte att eliminera eventuella oproportionerliga eller onödiga begränsningar för de reglerade marknadernas gränsöverskridande verksamhet.*

4.2. Överordnade principer för reglerade marknader

I direktivet om investeringstjänster föreskrivs en begränsad harmonisering av de villkor som marknader och börser skall uppfylla för att bevara förtroendet för och stabiliteten på marknaden. Den senare tidens strukturella utveckling har understrukt hur skillnader i krav på reglerings- och tillsynsområdet kan komplicera handelns integrering. En harmonisering av handelsreglerna är en förutsättning för en enhetlig marknad. Det behövs också gemensamma lösningar för reglering och tillsyn inom andra områden.

Att väsentliga upplysningar av hög kvalitet lämnas i rätt tid och på rättvisa grunder förutsätter enhetliga krav i fråga om notering, prospekt, regelbunden redovisning och lämnande av priskänslig information. En gemensam modell för öppenhet och rapportering är särskilt viktig då transaktionerna är mycket känsliga för kraven på öppenhet. Skillnader inom ett system leder till att denna handel koncentreras till den

punkt där kraven på öppenhet är minst krävande, och motverkar därför en effektiv prissättning inom den enhetliga marknaden. Regler om medlemskap på marknaden och normer för tillträde till marknaden måste harmoniseras för att hindra deltagare från att utnyttja skillnader mellan olika inträdespunkter till den integrerade plattformen. Innehållet i och genomförandet av eventuella kriterier för medlemskap eller tillträde måste vara icke-diskriminerande och objektiva. Slutligen krävs det likvärdiga strategier för övervakning, tillämpning och sanktioner för att säkra likvärdiga incitament mot risktagande och straff.

De finns enorma utmaningar på reglerings- och tillsynsområdet när det gäller att hantera de effekter som konkurrensen mellan börser har på hela det europeiska marknadssystemets öppenhet, effektivitet och ordning. Två frågor föranleder särskild uppmärksamhet. För det första ökar en närmare integrering av värdepappersmarknaderna risken att skillnader i reglering och tillsyn påverkar konkurrensen om handelsvolymerna mellan börser. Då handeln är känslig för omkostnader för att följa regler finns det en risk att konkurrensen mellan olika system sker på bekostnad av öppenheten och effektiviteten hos gemenskapens värdepappersmarknader i deras helhet. För det andra måste EU:s regleringsmetoder ses över mot bakgrund av de ökade överföringseffekterna. Utvecklingen på en reglerad marknad kan mycket väl få omedelbara och potentiellt kraftiga återverkningar på handeln i andra medlemsstater. Åtgärder för att bevara marknadens integritet, förtroende och stabilitet kan inte längre utformas eller genomföras isolerat.

Det krävs ett gemensamt regleringsperspektiv inom EU. De intressen som står på spel är inte begränsade till de medlemsstater vars börser slås samman med andra – investeringsföretag, investerare, emittenter och aktörer som tillhandahåller infrastruktur inom hela EU berörs. Reglerings- och tillsynsarrangemang som styr en stor del av den europeiska handeln med värdepapper får inte utvecklas slumpmässigt som svar på de tekniska utmaningar som följer av en viss sammanslagning eller allians. En sådan utveckling skulle också hota att konservera skillnaderna i reglering och tillsyn inom Europa om varje större sammanslagning eller allians ger upphov till särskilda lösningar på reglerings- och tillsynsområdet.

De bestämmelser i direktivet om investeringstjänster som rör reglerade marknader bör förstärkas för att utgöra en gemensam samling principer för en ordnad handel, upplysningskrav och öppenhet, marknadsintegritet samt övervaknings- och tillämpningsnormer. Om man inbegriper överordnade principer i gemenskapslagstiftningen kan man underlätta strukturella förändringar på börsnivå genom att

- begränsa den rättsliga osäkerheten kring den gällande lagstiftning eller jurisdiktion för reglerade marknader som existerar, faktiskt tillämpas eller kan förmodas bli föremål för granskning i olika medlemsstater,
- skärpa skyldigheterna för tillsynsmyndigheter att samarbeta inbegripet att fastställa praktiska arrangemang för att underlätta samarbete mellan myndigheter och kommersiella självreglerande organisationer ("SRO"),

- utgå från mekanismer och bestämmelser som med framgång har tillämpats inom annan gemenskapslagstiftning om finansiella tjänster. I detta avseende kan man uppmärksamma kapitaltäckningskrav (för att se till att reglerade marknader har kapacitet att upprätthålla systemen), krav som rör stora exponeringar, "lämplighetsprov" för ledningen samt mekanismer som rör förvärv av kvalificerade innehav (för att få kontroll över framväxande konflikter i ledningsstrukturen),
- öka öppenheten hos marknadsaktörer och tillsynsmyndigheter när det gäller regler för en rättvis och ordnad handel, verksamhetsvillkor och ägarstrukturer.

Nationella tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet som möts inom FESCO har utarbetat en serie allmänna "normer för reglerade marknader". Dessa normer utgör en användbar referenspunkt för ytterligare reflektion inom ovannämnda områden.

En sista fråga som rör skapandet av överordnade principer för reglerade marknader, och som aktualiseras i samband med översynen av direktivet om investeringstjänster, rör deras täckning i fråga om handeln med värdepapper. Ett alternativ består i att begränsa dem till reglerade marknader som bedriver allmänt tillgänglig aktiehandel med motivet att realekonomin och privata investerare är mest exponerade för denna typ av värdepappersaffärer. Följaktligen är det här som behovet av öppenhet och upplysningar är störst. Ett andra alternativ skulle omfatta alla organiserade system som tillhandahåller en allmänt tillgänglig handel oavsett vilka finansiella instrument som handlas (dvs. inbegripet råvarubaserade derivatinstrument och andra instrument som är undantagna från bilaga B till direktivet om investeringstjänster). Detta förhållningssätt kan kräva en stegvis tillämpning av de överordnade principerna för att beakta det faktum att organiserad handel med olika instrument aktualiserar olika regleringsfrågor beroende på marknadsmodell och på i vilken omfattning handeln domineras av transaktioner mellan professionella investerare.

- *Investeringstjänstedirektivets nuvarande definition av och bestämmelser om reglerade marknader är otillräckliga för att hantera de utmaningar på reglerings- och tillsynsområdet som följer av en hårdare konkurrens och ett ökat samarbete mellan börser. Inom vilka områden kan tillsynsarbitrage mellan olika börser hota en ordnad, effektiv och öppen handel med värdepapper?*
- *Bör överordnade principer för marknader vara begränsade till allmänt tillgänglig handel med värdepapper eller utvidgas till all organiserad handel oavsett finansiellt instrument? Bör de överordnade principerna skräddarsys efter de reglerings- och tillsynsrisker som är förknippade med olika typer av marknader eller handel? Vilka bestämmelser bör tillämpas stegvis?*
- *Kommissionen önskar få in synpunkter på om och hur vissa principer kan inlemmas i gemenskapslagstiftning samt på vilka regleringsmål som bör uppmärksammas i första hand?*

4.3. Öppenhet

En effektiv marknad kännetecknas av en hög grad av öppenhet, som också utgör det bästa skyddet av investerarnas intressen. Trots artikel 21 i direktivet om investeringstjänster finns det enorma skillnader i öppenhet mellan reglerade marknader inom EU. Då elektroniska orderinriktade system växer fram som den dominerande marknadsmodellen för aktiehandel kommer bestämmelser för att främja en verklig öppenhet att beröra den del av marknaden som har mest att vinna. Kraven bör formuleras i form av vilka resultat som skall uppnås snarare än föreskriva detaljerade marknadsmetoder.

Skillnaderna är särskilt markanta när det gäller öppenhetskraven för handel med institutionella investerare. På flera europeiska marknader bedrivs denna handel "utanför marknaden", vilket kan försvaga den totala likviditeten och prissättningen för värdepapper. I ett sammanhang där marknaderna konkurrerar aggressivt om denna typ av affärer kan det krävas gemensamma lösningar för att se till att dold handel med poster inte otillbörligt minskar kvaliteten på prissättningen av värdepapper för privata och andra investerare.

Indelningen av värdepappershandeln efter nationella administrativa gränser och valutagränser får inte ersättas av en marknadsbaserad lösning som innebär otillräckliga tekniska eller regleringsmässiga kopplingar mellan handelssystemen. Om det finns flera europeiska handelsplattformar kan man komma att behöva främja samspillet mellan de enskilda prissättningssystemen. Reglerna bör emellertid inte diktera marknadsstrukturer eller marknadslösningar. De bör i stället förstärka de fördelar som följer av öppenhet och ett effektivt prissamspel. Utan detta kommer de potentiella möjligheter som följer med en enda integrerad marknad inte att optimeras. En annan fråga att överväga är att priskänslig information kanske inte ställs till investerarnas förfogande på samma realtid i olika handelssystem¹².

- *Hur bör bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster uppdateras? I vilken omfattning krävs gemensamma strategier för att se till att handel "utanför marknaden" inte otillbörligt hindrar en effektiv prissättning av värdepapper för alla investerare?*
- *Utgör fragmenteringen av handeln mellan olika system ett hot mot likvida och effektiva värdepappersmarknader? Vilka praktiska åtgärder kan vidtas för att främja ett verkligt och effektivt prissamspel mellan konkurrerande reglerade marknader?*

4.4. Avräkning och betalning

Distansdeltagande: Avräknings- och betalningsfunktioner tas indirekt upp i artikel 15.1 i direktivet om investeringstjänster, där det krävs att tillträde till reglerade marknader skall åtföljas av tillträde till därmed förknippade system för clearing (avräkning) och betalning. Vissa medlemsstater har ålagt distansdeltagare att vända sig till lokalt etablerade mellanhänder för att få tillgång till avräknings- och betalningstjänster. Detta indirekta tillträde är mer komplicerat och kostsamt. Det kan också hindra ett lägligt och effektivt verkställande av transaktioner. I direktivet om

¹² Den amerikanska motsvarigheten (som härrör från 1970-talet) visar hur effektivt mekanismer för öppenhet i fråga om priser mellan olika marknader kan främja den gemensamma likviditeten.

slutlig betalning undanröjs osäkerheten genom att man eliminerar de komplikationer som uppstår om en motpart i en annan medlemsstat skulle bli insolvent. Det kvarstår emellertid problem. Ett exempel gäller vissa nationella valutamyndigheters obenägenhet att erbjuda partnerländernas investeringsföretag de kontomöjligheter som krävs för att reglera transaktioner i "centralbanksvaluta". Detta tvingar distansdeltagare på den lokala "reglerade marknaden" att förlita sig på lokala korrespondentbanker med avseende på definitiv avräkning (i lagligt betalningsmedel) av kontantdelen av värdepapperstransaktionen. I avsaknad av lösningar på dessa problem, kommer distansdeltagande i avräknings- och betalningssystem ofrånkomligen att undergrävas.

Betalning: Trots att gränsen mellan nationella och internationella värdepapperscentraler är på väg att suddas ut är gränsöverskridande betalning av värdepapperstransaktioner förknippade med tekniska och juridiska problem. ESCB arbetar för närvarande på att undanröja de tekniska hindren för effektiva kopplingar mellan system för betalning av värdepapper genom att bygga vidare på standardiseringsarbete som gjorts inom internationella forum¹³. För en fullständig optimering bör de återstående hindren för gränsöverskridande överföringar och förbättrade ägarbevis elimineras¹⁴.

Avräkning: Multilaterala nettningsfunktioner och centrala motpartsfunktioner, som numera är väletablerade inom handeln med derivat och värdepapper med fast avkastning börjar också bli av central betydelse för vanlig aktiehandel. Även om denna utveckling stöder en effektiv handel medför den också en koncentration av systemrisk i räkenskaperna över centrala motparter. Detta kommer att förstärkas genom den geografiska konsolideringen, som kan resultera i att vissa handelssystem blir beroende av avräkningsfunktioner i andra medlemsstater.

Alla auktoriserade avräkningscentraler är föremål för en fortlöpande tillsyn och omfattande riskhanteringsteknik¹⁵. Definitionen, tillsynen och tillämpningen av dessa normer sker främst på nationell nivå. Det kan nu vara motiverat att överväga dessa frågor på EU-nivå. Man skulle kunna fokusera nyckelprinciper och delar som rör reglering och tillsyn av avräkningsverksamhet samt de mekanismer som krävs för att säkra ett effektivt samarbete och en effektiv kommunikation mellan berörda tillsynsmyndigheter.

Vid sidan av översynen av direktivet om investeringstjänster bör denna gemensamma reflektion syfta till att skapa en klar uppfattning om de tillsynsarrangemang för avräkningscentraler som krävs för att bevara stabiliteten i ett integrerat system för värdepappershandel.

¹³ G-10/IOSCO:s (International Organisation of Securities Commissions) gemensamma arbetsgrupp för att fastställa principer för betalningstransaktioner för värdepapper (som bygger på "Lamfalussy"-standarderna för systemtekniskt viktiga betalningssystem).

¹⁴ Dessa problem är särskilt uttalade för innehavarvärdepapper.

¹⁵ Dessa arrangemang inbegriper en regelbunden bedömning av positioner till marknadsvärde, infordran av förluster, användning av ursprungliga och dagliga marginalkrav, betalningsnormer, krav på medlemskap samt reserver för att uppfylla kapitaltäckningskrav. Dessa skyddsåtgärder är föremål för en intensiv övervakning.

- *Kommissionen önskar få in synpunkter på praktiska problem som rör tillträdet till avräknings- och betalningssystem i värdlandet samt på vilken typ av rättsliga och administrativa hinder som står i vägen för gränsöverskridande betalning av värdepapper.*
- *På vilka områden bör tillsynsmyndigheter inom värdepappersområdet fokusera sin uppmärksamhet då de överväger möjliga gränsöverskridande konsekvenser av konsoliderade avräkningsfunktioner och centrala motpartsfunktioner? Vilka skyddsåtgärder kan tänkas vara mest effektiva när det gäller att hantera sådana risker?*

5. VÄGEN FRAMÅT

Den genomgripande översyn av direktivet om investeringstjänster som aviserades i handlingsplanen för finansiella tjänster utgör en väsentlig del av reformen av gemenskapens regelverk och tillsynsordning i syfte att möta de utmaningar som följer av utvecklingen på värdepappersmarknaden. Uppdateringen av direktivet kan underlätta Europas framsteg på väg mot en förstärkt likviditet, effektivitet och stabilitet. Med en passiv hållning riskerar man att undervärdera de positiva externa effekter och det allmännas bästa som effektiva värdepappersmarknader – vilka kännetecknas av öppenhet och integritet – medför för det ekonomiska systemet i dess helhet.

Med tanke på det stora antalet frågeställningar kring tolkningen och genomförandet av många bestämmelser i direktivet som har aktualiserats under dess livstid anser kommissionen att direktivet om investeringstjänster måste genomgå en genomgripande översyn om det skall kunna ge investeringsföretag ett fungerande pass. Det är bara på detta sätt som man kan skapa erforderlig rättslig säkerhet och klarhet.

- *Om berörda parter anser att det är motiverat att utarbeta gemensamma överordnade principer för reglerade marknader önskar kommissionen få in deras synpunkter på huruvida dessa principer bör inbegripas i ett enda utvidgat direktiv om investeringstjänster eller utvecklas som en självständig del av gemenskapens lagstiftning. Hur bråttom är det att anta sådana överordnade principer?*

5.1. Formen för ett reviderat direktiv om investeringstjänster

Finansmarknadernas snabba utveckling och de risker som är förknippade med att kodifiera detaljerade genomförandebestämmelser i gemenskapslagstiftning utgör starka argument för ett direktiv om investeringstjänster som är begränsat till att ange huvudprinciper. Dessa principer bör tydligt återspegla de friheter som anges i fördraget och bör inte ge utrymme för skilda tolkningar.

Ett direktiv om investeringstjänster som är begränsat till överordnade principer får inte leda till olika nationella tolkningar och genomförandebestämmelser. Det kommer att krävas ständigt uppdaterade riktlinjer i fråga om direktivets definitioner och bestämmelser för att se till att det ger ett förstklassigt investerarskydd och ett effektivt tillträde till marknaderna. Detta skulle innebära ett samstämmigt och strukturerat förhållningssätt för att 1) formulera aktuella tolkningar av begrepp, 2) främja fortlöpande samarbete mellan nationella myndigheter i realtid samt 3) säkra

gemensamma normer för tillämpning och genomförande i nivå med de tillsynsmyndigheter som står i den främsta linjen. Det krävs också kanaler som gör det möjligt för tillsynsmyndigheter och verkställande organ att uppmärksamma lagstiftaren på större problem som föranleder åtgärder och lösningar på regleringsområdet.

Dessa frågor står för närvarande i centrum för förhandlingar inom högnivåkommittén för värdepapperstillsyn, som planerar att lägga fram en slutrapport under första halvåret 2001. Kommitténs slutsatser kommer förhoppningsvis att utgöra ett utkast till gemenskapslagstiftning där man kombinerar rättslig klarhet och säkerhet med lyhördhet för marknadens utveckling samt en samstämmig och strikt tillämpning.

5.2. Vägledande principer för översynen av direktivet om investeringstjänster

Det är uppenbart att dagens dynamiska marknadsvillkor komplicerar utarbetandet av lagstiftningsinitiativ på EU-nivå. De frågor som är mest aktuella idag kanske inte utgör några framträdande problem när marknadsutvecklingen väl har stabiliserats. Å andra sidan krävs det förändringar för att styra en utveckling som ökar effektiviteten, och som skulle kunna kvävas eller försenas avsevärt genom passivitet. I avsaknad av en gemensam reglering eller tillsyn skulle dessutom marknadsutvecklingen i några få medlemsstater kunna diktera utformningen av marknadsmodeller och regler under många år framåt. Passivitet nu skulle innebära en lösning för EU:s beslutsfattare och marknadsaktörer som inte är optimal i ett kollektivt eller längre perspektiv.

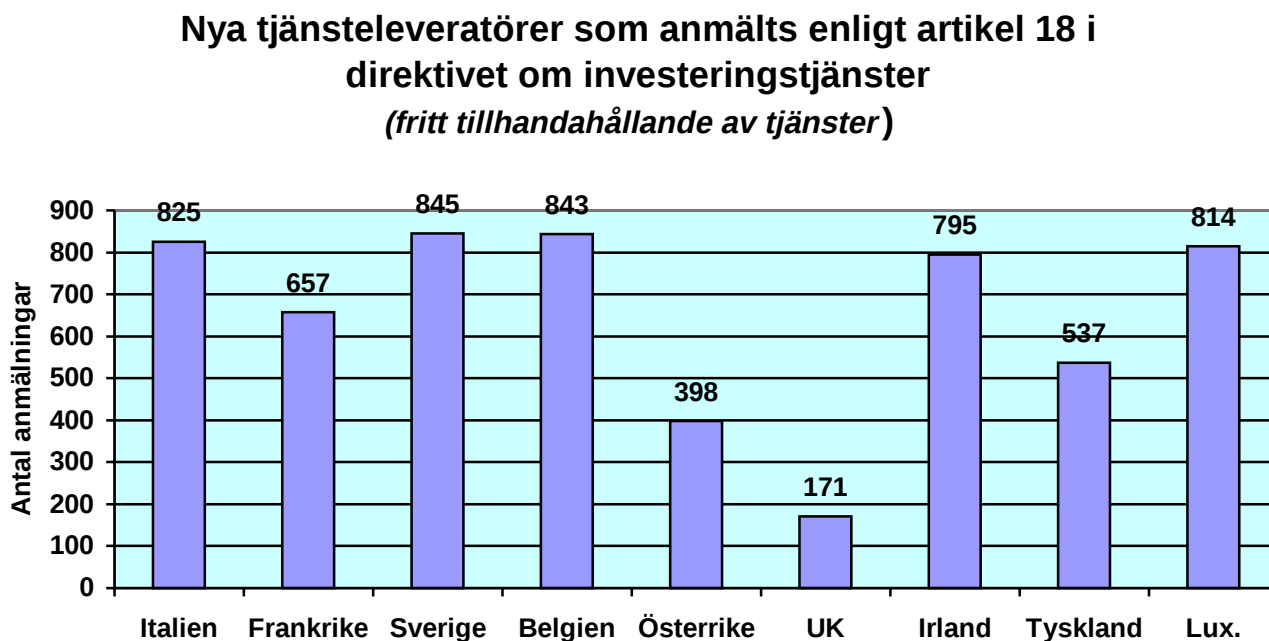
Följande vägledande principer kommer att bidra till att direktivet om investeringstjänster med framgång kan möta de utmaningar som följer av den nya miljön för värdepappershandel:

- *Ett reviderat direktiv om investeringstjänster bör ligga till grund för ett effektivt pass och en effektiv konkurrens mellan plattformar för handel med värdepapper som garanterar tillträde till väsentliga handelsinfrastrukturer på rättvisa och icke-diskriminerande grunder. Att villkoret om ett öppet tillträde stöds och övervakas kommer att vara av avgörande betydelse när det gäller att säkra en hållbar konkurrens inom handelsstrukturen.*
- *De fördragsenliga friheterna får inte främjas på bekostnad av investerarskyddet eller marknadernas integritet och stabilitet. Detta kräver en väl övervägd harmonisering av centrala skyddsregler – främst för skyddet av privata investerare. Regleringen och tillsynen av mellanhänder utgör en av stöttepelarna för investerarskyddet och marknadens integritet.*
- *De fördelar som följer med starka och likvida marknader måste finnas tillgängliga för alla emittenter oavsett deras storlek. Detta mål uppfylls bäst genom att man främjar utvecklingen av starka och likvida marknader som är tillgängliga enligt tydliga och aktuella regler samt allmänna förfaranden. Att minska innehållet i informationskraven för små emittenter kan visa sig motverka sitt eget syfte.*
- *De europeiska marknadernas konkurrenskraft bör stärkas. Dynamiska och konkurrenskraftiga värdepappersmarknader, som kännetecknas av en effektiv handel och betalning, kan utgöra en stark magnet för internationella kapitalflöden.*

- *De europeiska marknaderna bör vara väl förberedda att utnyttja värdepappersmarknadernas förestående globalisering.* Vi kan i en nära framtid förvänta oss en global "dygnet runt-handel". Gemenskapens regelverk och tillsynsordning måste säkerställa att Europas marknader och företag kan dra full nytta av denna process och få ett fullständigt tillträde till marknader i tredje land, vilket utgör en central fråga i nästa WTO-runda.
- *Man måste undvika att reglerna främjar specifika affärsmodeller eller marknadsstrukturer.* Regler som oavsiktligt främjar specifika affärsmodeller eller marknadsstrukturer kan kväva innovationsförmågan och skada EU-marknadernas konkurrenskraft. Reglernas utformning och tillämpning måste också vara neutral i fråga om marknadsmodeller och teknik. Slutligen är reglerings- och tillsynsarrangemang för aktiehandel inte nödvändigtvis lämpliga för organiserad handel med andra instrument såsom derivat och värdepapper med fast avkastning. Då man utformar och tillämpar reglerna kan det vara motiverat med en finkänslig differentierad strategi för marknader som domineras av handel mellan professionella investerare. För att uppfylla dessa olika behov bör bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster inbegripa ett funktionsmässigt förhållningssätt för att reglera risker snarare än återspegla den befintliga institutionella miljön.

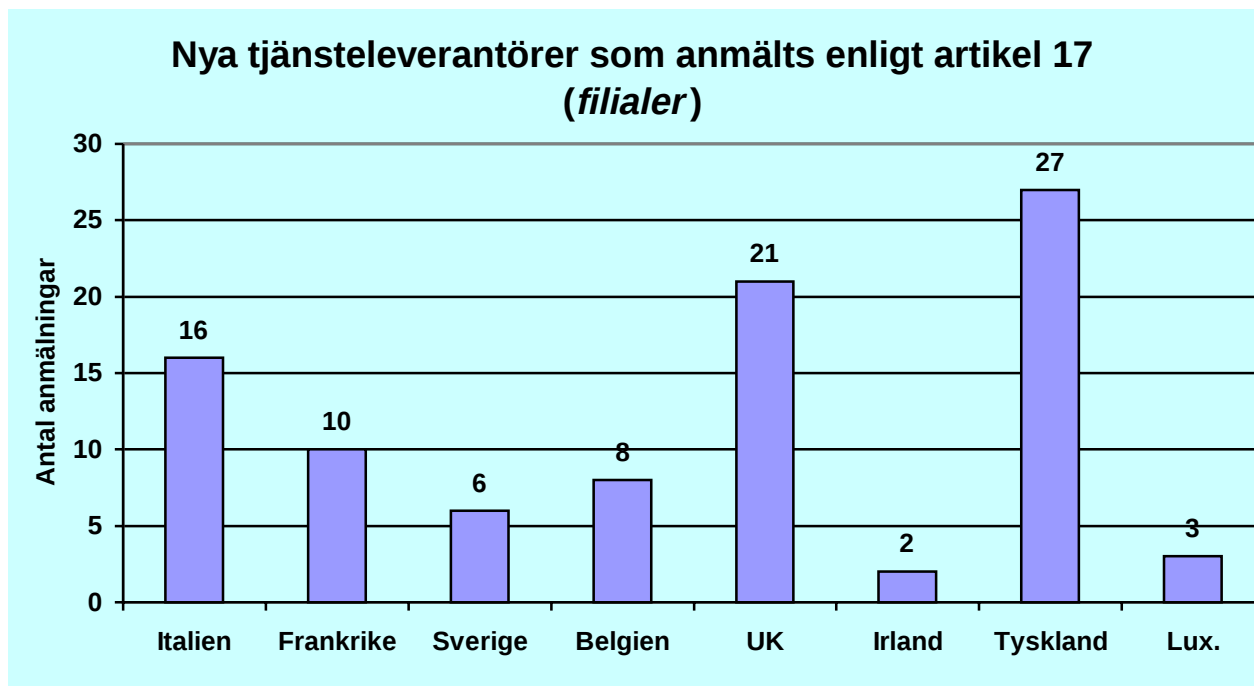
Kommissionen önskar få in synpunkter på räckvidden för, framställningen av samt analysen i detta diskussionsunderlag. Dessutom önskas detaljerade synpunkter på enskilda bestämmelser i direktivet om investeringstjänster som bifogas i kommissionens arbetsdokument.

Figur 1a:



Källa: Nationella tillsynsmyndigheter för värdepappershandel Läget i september 2000.

Figur 1b:



- FÖRTECKNING ÖVER FRÅGOR FÖR VILKA SYNPUNKTER ÖNSKAS -

Ett effektivt enda pass för investeringsföretag

- För att det enda passet för investeringsföretag skall fungera effektivt måste man se över de undantag som anges i artikel 2.2 och 2.4 samt bedöma huruvida vissa sidotjänster bör definieras om till huvudtjänster.
- I översynen av direktivet om investeringstjänster bör man tydligt ange hur enskilda bestämmelser bör skraddarsys för olika huvudtjänster för att på så sätt undvika markanta skillnader mellan de nationella tillsynsordningarna som försvårar gränsöverskridande tjänster. Kommissionen önskar få in synpunkter på vilka bestämmelser i direktivet som kan tillämpas på olika sätt samt på hur de kan anpassas till olika huvudtjänster.
- Principen att hemlandet skall utöva tillsyn bör genomföras utan att den förbehålls tjänster som tillhandahålls professionella motparter. Finns det utöver uppförandereglererna några andra bestämmelser i direktivet som skulle kunna innehålla en tydlig och praktiskt genomförbar distinktion mellan professionella och privata investerare?
- Kommissionen önskar få in synpunkter på frågor inom reglerings- och tillsynsområdet där det är motiverat att värdlandet under en övergångstid behåller ett visst ansvar. Vilka övriga villkor måste vara uppfyllda innan värdlandets återstående ansvar kan avvecklas?

Nya sätt att tillhandahålla tjänster

- Vilka av principerna i artiklarna 10 och 11 är mest relevanta för att hantera situationer där alternativa handelssystem tillhandahåller infrastrukturtjänster? Kan några andra bestämmelser som rör investeringsföretag vara relevanta?
- Vilka bestämmelser (om t.ex. rapportering, öppenhet, övervakning/tillämpning) i regelverket för reglerade marknader är mot bakgrund av den funktionsmässiga strategin för att reglera alternativa handelssystem mest relevanta för olika typer av alternativa handelssystem?

Effektiv konkurrens mellan reglerade marknader

- De krav på reglerade marknader som innebär att de måste uppfylla villkor för notering samt kriterierna för tillträde till handel måste klargöras. Detta kräver att man samtidigt uppdaterar direktiv 79/279. Vilka villkor måste vara uppfyllda för att en sådan strategi skall lyckas samtidigt som man bevarar upplysningskraven och upprätthåller kvaliteten på handeln med värdepapper?
- Koncentrationsregeln i artikel 14.3 samt rätten enligt artikel 15.5 att förbjuda inrättandet av nya marknader måste ses över i syfte att eliminera eventuella oproportionerliga eller onödiga begränsningar för de reglerade marknadernas gränsöverskridande verksamhet.

Överordnade principer för reglerade marknader

- *Investeringstjänstedirektivets nuvarande definition av och bestämmelser om reglerade marknader är otillräckliga för att hantera de utmaningar på reglerings- och tillsynsområdet som följer av en hårdare konkurrens och ett ökat samarbete mellan börser. Inom vilka områden kan tillsynsarbitrage mellan olika börser hota en ordnad, effektiv och öppen handel med värdepapper?*
- *Bör överordnade principer för marknader vara begränsade till allmänt tillgänglig handel med värdepapper eller utvidgas till all organiserad handel oavsett finansiellt instrument? Bör de överordnade principerna skraddarsys efter de reglerings- och tillsynsrisker som är förknippade med olika typer av marknader eller handel? Vilka bestämmelser bör tillämpas stegvis?*
- *Kommissionen önskar få in synpunkter på om och hur vissa principer kan inlemmas i gemenskapslagstiftning samt på vilka regleringsmål som bör uppmärksammas i första hand.*
- *Om berörda parter anser att det är motiverat att utarbeta gemensamma överordnade principer för reglerade marknader önskar kommissionen få in deras synpunkter på huruvida dessa principer bör inbegripas i ett enda utvidgat direktiv om investeringstjänster eller utvecklas som en självständig del av gemenskapens lagstiftning. Hur bråttom är det att anta sådana överordnade principer?*

Att främja öppenheten

- *Hur bör bestämmelserna i direktivet om investeringstjänster uppdateras? I vilken omfattning krävs gemensamma strategier för att se till att handel "utanför marknaden" inte otillbörligt hindrar en effektiv prissättning av värdepapper för alla investerare?*
- *Utgör fragmenteringen av handeln mellan olika system ett hot mot likvida och effektiva värdepappersmarknader? Vilka praktiska åtgärder kan vidtas för att främja ett verkligt och effektivt prissamspel mellan konkurrerande reglerade marknader?*

Avräkning och betalning

- *Kommissionen önskar få in synpunkter på praktiska problem som rör tillträdet till avräknings- och betalningssystem i världsländet samt på vilken typ av rättsliga och administrativa hinder som står i vägen för gränsöverskridande betalning av värdepapper.*
- *På vilka områden bör tillsynsmyndigheter inom värdepappersområdet fokusera sin uppmärksamhet då de överväger möjliga gränsöverskridande konsekvenser av konsoliderade avräkningsfunktioner och centrala motpartsfunktioner? Vilka skyddsåtgärder kan tänkas vara mest effektiva när det gäller att hantera sådana risker?*

- INNEHÅLL -

SAMMANFATTNING	2
1. Inledning	5
1.1. Att genomföra slutsatserna från Europeiska rådets möte i Lissabon	5
1.2. Strukturella förändringar på EU:s finansiella marknader	6
2. Bedömning av direktivet om investeringstjänster	6
2.1. Struktur och utformning	6
2.2. Strukturella begränsningar för investeringstjänstedirektivets effektivitet	8
3. Ett fullt fungerande enda pass	9
3.1. Att klargöra och utöka de rättigheter som följer med passet	9
3.2. Att skydda investerare och hantera överlappande tillsyn	10
3.3. Nya aktörer – Alternativa handelssystem	12
4. Reglerade marknader och handelsinfrastrukturen	13
4.1. Ett enda pass för reglerade marknader	14
4.2. Överordnade principer för reglerade marknader	15
4.3. Öppenhet	18
4.4. Avräkning och betalning	18
5. Vägen framåt	20
5.1. Formen på ett reviderat direktiv om investeringstjänster	20
5.2. Vägledande principer för översynen av direktivet om investeringstjänster	21