EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 28.4.2004
KOM(2004) 312 slutlig

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET OCH EUROPAPARLAMENTET

Clearing och avveckling i Europeiska unionen – förslag till åtgärder och strategier

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET OCH EUROPAPARLAMENTET

Clearing och avveckling i Europeiska unionen – förslag till åtgärder och strategier

INNEHÅLL

Inledning

Nuläget

1. **Systemen för clearing och avveckling**
2. **Hindren enligt Giovannini-rapporterna**
3. **Avsaknad av en gemensam ram för reglering och tillsyn**
4. **Avsaknad av gemensamma spelregler**

Kommissionens mål

Kommissionens praktiska initiativ

1. Inrättande av en rådgivande och övervakande grupp för clearing och avveckling
2. Ett ramdirektiv för effektiv och säker alleuropeisk clearing och avveckling

2.1 Rätt till tillträde och val

2.2 En gemensam ram för reglering och tillsyn

2.3 Styrning

3. Rättsliga och skattemässiga skillnader

3.1 Rättssäkerhetsprojektet

3.2 Skattefrågor

4. Konkurrensfrågor och konkurrenspolitik

Slutsatser

INLEDNING

Skapandet av en integrerad och väl fungerande europeisk kapitalmarknad är ett av de viktigaste och mest ambitiösa ekonomiska projekt som just nu pågår i Europeiska unionen. Sedan 1999 då handlingsplanen för finansiella tjänster lanserades har betydande framsteg gjorts för att nå detta mål, både genom rättsliga åtgärder och genom integrering av marknaderna.

Säkra och effektiva system för att avsluta värdepapperstransaktioner (”clearing och avveckling”) kommer i detta sammanhang att få en avgörande betydelse. Dessa system, som till stor del är osynliga för privata investerare, utgör kärnan i alla värdepappersmarknader och är nödvändiga för att dessa skall kunna fungera.

Trots att logiken i dessa processer och mekanismer är ganska lättfattlig, är mekanismerna själva mycket komplicerade att införa och upprätthålla, i synnerhet på gränsöverskridande nivå. Den rent nationella clearingen och avvecklingen i EU är relativt kostnadseffektiv och säker. Men de gränsöverskridande systemen är komplicerade och fragmenterade, vilket leder till mycket större kostnader, risker och effektivitetsbrister. Utan effektiva system för clearing och avveckling kommer marknadsaktörernas vilja och förmåga att handla med värdepapper i EU att begränsas, likviditeten på de finansiella marknaderna kommer att påverkas negativt och kostnaden för kapital kommer att bli högre än vad den skulle behöva vara.

Det är mot denna bakgrund som marknadskrafterna för fram kravet på en kraftigt ökad alleuropeisk effektivitet. Införandet av euron och förbättringarna av informationstekniken har bidragit till att öka antalet och andelen gränsöverskridande transaktioner. Till följd av detta har påfrestningarna och förväntningarna på systemen för gränsöverskridande clearing och avveckling ökat betydligt. Leverantörerna av clearing- och avvecklingstjänster försöker förbättra systemens prestanda, sänka kostnaderna och etablera sig över hela Europa, på egen hand eller genom sammanslagningar och allianser, vilket börjar synas i en omfattande omstrukturering. Samtidigt vidtar tillsyns- och regleringsmyndigheterna åtgärder för att göra standarderna för clearing- och avvecklingssystemen tydligare och enhetligare, för att uppdatera sina tillsynsmetoder så att de kan möta de utmaningar som marknadsutvecklingen ställer och för att öka säkerheten.

I detta meddelande beskriver kommissionen de åtgärder den tänker vidta för att förbättra clearing- och avvecklingssystemen. Kommissionens strategi baserar sig på följande överväganden:

– Målet är att skapa en väl fungerande, integrerad och säker marknad för clearing och avveckling av värdepapper.

– Integrationen av clearing- och avvecklingssystemen kommer att kräva kombinerade insatser från marknadskrafterna och de offentliga myndigheterna. I detta sammanhang skall kommissionen försöka främja samordningen av institut i den privata sektorn, tillsynsmyndigheter och lagstiftande organ för att så effektivt som möjligt uppnå det eftersträvade resultatet.

– I en integrerad miljö utan hinder bör infrastrukturoperatörerna och användarna av de ifrågavarande tjänsterna ha tillträde till och fritt kunna välja ett vederbörligen auktoriserat och under tillsyn stående clearing- och avvecklingssystem, som fungerar i full överensstämmelse med gemenskapens konkurrensregler. För att skapa denna liberaliserade

miljö och garantera ömsesidigt erkännande av systemen krävs lagstiftningsåtgärder på gemenskapsnivå i form av ett ramdirektiv.

– Då kommissionen utnyttjar sina befogenheter kommer den att respektera subsidiaritets- och proportionalitetsprinciperna i EU-fördraget och de olika tillvägagångssätt med avseende på marknadsstrukturerna som valts i medlemsstaterna.

– De rättsliga grunderna för clearing och avveckling i EU bör vara tydliga, tillförlitliga och enhetliga.

– Den fortsatta konsolideringen av clearing- och avvecklingssystemen i EU bör i första hand vara en marknadsdriven process, samtidigt som berättigade offentliga intressen beaktas.

Kommissionen välkomnar synpunkter på alla aspekter av detta meddelande från Europaparlamentet, rådet, Europeiska centralbanken, Ekonomiska och sociala kommittén, Regionkommittén, nationella lagstiftande och övervakande myndigheter, andra organisationer och sammanslutningar på europeisk och nationell nivå, marknadsaktörer, institutionella investerare, företag som tillhandahåller infrastruktur och alla andra berörda parter, senast den 30 juli 2004.

Kommissionen skall sedan, under 2005, fatta sina slutliga beslut om det tillvägagångssätt som den skall välja och om det exakta innehållet i de åtgärder som kan bli nödvändiga.

NULÄGET

1. Systemen för *clearing och avveckling*

I detta meddelande avses med termen ”clearing och avveckling” alla led i det system som krävs för att avsluta en transaktion med värdepapper eller derivatinstrument[1]. Ett sådant system omfattar en bred uppsättning institut, instrument, regler, förfaranden, standarder och tekniska medel.

Clearing- och avvecklingsuppgifterna har till största delen anförtrotts institut som värdepapperscentraler och centrala motparter. De förstnämnda sköter främst uppgifter i anslutning till avslutning och förvaring, medan de sistnämnda normalt sköter clearinguppgifter. Värdepapperscentraler och centrala motparter levererar vanligtvis inte sina tjänster direkt till icke-institutionella investerare. De privata investerarna erbjuds i stället tillträde till dessa institut genom andra företag – förvaringsinstitut och clearingmedlemmar – som fungerar som mellanhänder för clearing- och avvecklingsverksamheter. En del mellanhänder vill emellertid inte ha direkt kontakt med dessa institut; i stället använder de sig av andra mellanhänder. Till följd av detta kan en mellanhandsstruktur med flera nivåer byggas upp.

Sammantaget kan alla de institutionella arrangemang som behövs för att avsluta en värdepapperstransaktion definieras som ett clearing- och avvecklingssystem. Inom denna breda ram kan vi särskilja avvecklingssystem, centrala motparter, förvaringsinstitut och clearingmedlemmar. Avvecklingssystemen omfattar alla institut som utför funktioner före avveckling, avveckling och förvaring, medan centrala motparter omfattar alla institut med

[1] Om inte annat anges, omfattar termen ”transaktion” både transaktioner med värdepapper och transaktioner med derivatinstrument.

clearingfunktion. I detta meddelande definieras clearingfunktionen som den verksamhet som skall försäkra mot potentiella förluster på grund av fallissemang för motparten i en transaktion (”återanskaffningskostnadsrisk”). Förvaringsinstitut tillhandahåller mellanhandstjänster i avvecklingsprocessen, medan clearingmedlemmar tillhandahåller mellanhandstjänster i clearingprocessen.

Traditionellt har *clearing* främst avsett förfarandet för att beräkna ömsesidiga skyldigheter vid utbyte av värdepapper eller pengar, enligt brutto- eller nettometod, före avvecklingen. Detta förfarande kan också inkludera nettning med novation, vilket leder till att garantera motparter från risker för ersättningskostnader. Eftersom riskprofilen för denna verksamhet är annorlunda, anses i detta meddelande de föregående aktiviteterna (dvs. själva beräkningen av de ömsesidiga skyldigheterna) utgöra en del av föravvecklingen, medan de senare aktiviteterna (dvs. de som resulterar i att garantera motparter rister för ersättningskostnader) definieras som *clearing*. *Avveckling* anses å andra sidan inkludera den slutliga överföringen av värdepapper från säljaren till köparen och av penningmedel från köpare till säljare.

Gränsöverskridande transaktioner kan avvecklas genom följande kanaler:

1) Direkt tillträde på distans till de utländska avvecklingssystemen.

2) Utnyttjande av ett förvaringsinstitut med direkt eller indirekt tillträde – vanligtvis genom en lokal aktör – till det utländska avvecklingssystemet.

3) Utnyttjande, som mellanhand, av en värdepapperscentral eller en internationell värdepapperscentral[2], som har direkt eller indirekt tillträde till det utländska avvecklingssystemet.

På gränsöverskridande nivå kan avvecklingssystem erbjuda aktörer på distans direkta tjänster med avseende på värdepapper för vilka de står för den slutgiltiga avvecklingen (alternativ 1 ovan). Som redan nämnts, fungerar förvaringsinstitut normalt som mellanhänder för avvecklingsverksamheter. De har denna funktion även vid gränsöverskridande avveckling (alternativ 2 ovan). Avvecklingssystem kan även fungera som mellanhänder, dvs. som avvecklingssystem för investerare (*Investor – Securities Settlement Systems*) för värdepapper som slutförvaras i ett annat avvecklingssystem, som kallas avvecklingssystem för emittenter (*Issuer – Securities Settlement System*) (alternativ 3 ovan).

Följaktligen konkurrerar, åtminstone potentiellt, avvecklingssystemen, i de fall de fungerar som mellanhänder, och förvaringsinstituten med varandra när det gäller att erbjuda gränsöverskridande avvecklingstjänster. Möjligheten för avvecklingssystem för emittenter att erbjuda direkt tillträde på distans innebär att även de, åtminstone potentiellt, kan konkurrera med avvecklingssystem för investerare och förvaringsinstitut om tillhandahållande av gränsöverskridande avvecklingstjänster[3].

De nuvarande systemen i EU för att avsluta transaktioner anses i allmänhet vara effektiva på nationell nivå, men mycket ineffektiva på gränsöverskridande nivå. Clearing- och

---

[2] Internationella värdepapperscentraler är avvecklingssystem för eurobonds. Det finns endast två internationella värdepapperscentraler, Euroclear Bank och Clearstream Banking Luxembourg.

[3] Detsamma gäller clearing genom en central motpart. Gränsöverskridande clearing kan utföras antingen på distans, genom en allmän clearingmedlem eller genom en annan central motpart. I det sistnämnda fallet kommer den utländska centrala motparten att behandla den ”centrala motparten för investerare” som en aktör som begär marginaler som motsvarar den senares positioner.

avvecklingssystemen i EU har historiskt sett utvecklats på rent nationell grund, eftersom den gränsöverskridande handeln tidigare var mycket begränsad. På grund av den omfattning och de stora skalfördelar som kännetecknar avvecklingssystemen och de centrala motparterna, har de nationella systemen konsoliderats, vilket resulterat i nationella monopol eller kvasimonopol med enhetliga tekniska villkor och ett enhetligt regelverk.

Ineffektiviteten hos de gränsöverskridande systemen i EU beror på bristen på globala tekniska standarder, förekomsten av skiljaktiga affärsmetoder och oförenliga skattemässiga, rättsliga och regleringsmässiga villkor. Därför är den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen i EU mycket dyrare och mer komplicerad än den på rent nationell nivå, och dessutom potentiellt mindre säker. Denna fragmenterade marknadsstruktur kan inte accepteras i en tid då investeringsstrategierna i allt högre grad blir alleuropeiska och sektorbaserade och en gemensam EU-omfattande finansiell marknad håller på att skapas.

Europaparlamentet framhöll i sin resolution i januari 2003[4] att de nuvarande systemen för clearing och avveckling inte gör det möjligt att hantera gränsöverskridande transaktioner på ett effektivt sätt och att det därför även är omöjligt att fullt ut dra nytta av fördelarna med en inre marknad för finansiella tjänster. Parlamentet påpekade att förhållandena på marknaden är sådana att det är viktigt att utarbeta ett förslag till direktiv och föreslog att värdepappers-centralernas riskexponering skall begränsas till operativ risk och att det skall krävas att separata funktioner upprättats för att de skall få tillhandahålla mervärdestjänster. Det uppmanade också kommissionen att noga studera det amerikanska exemplet med en gemensam ram för clearing, avveckling och förvaring. Kommissionen välkomnar alla kommentarer från berörda parter med anledning av parlamentets begäran att denna fråga skall studeras ytterligare.

2. Hindren enligt Giovannini-rapporterna

Under den senaste tiden har arten av problemen på detta område ägnats mycket uppmärksamhet. Bland andra rapporter på detta område märks de två rapporterna från Giovannini-gruppen, i vilka 15 hinder identifieras som de främsta orsakerna till fragmenteringen och ineffektiviteten, fördelade på tekniska eller marknadsmässiga hinder, skattemässiga hinder och rättsliga hinder (”Giovannini-hindren”)[5]. Slutsatsen i rapporterna är att clearing- och avvecklingsverksamheterna i EU kommer att förbli en mångfald av osammanhängande nationella och icke-integrerade marknader tills dessa hinder har undanröjts[6].

Gemensamt för alla Giovannini-hinder är att de bromsar integreringen av clearing- och avvecklingssystemen i EU, men enskilt påverkar de på olika sätt hur den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen genomförs. I rapporterna konstateras att ett av de främsta hindren för integrationen gäller begränsningarna beträffande platsen för clearingen och

---

4 Europaparlamentets resolution om kommissionens meddelande till rådet och Europaparlamentet med titeln ”Clearing och avveckling i Europeiska unionen. Grundläggande policyfrågor och framtids-perspektiv”

5 I bilaga 1 finns en förteckning över de hinder som identifieras i Giovannini-rapporterna. De två Giovannini-rapporterna finns i sin helhet på kommissionens webbplats och diskuteras därför inte i detalj i detta meddelande.

6 Betydelsen av de hinder som identifierats av Giovannini-gruppen, tillsammans med frånvaron av en gemensam ram för reglering och tillsyn och gemensamma spelregler för avvecklingssystemen (se nedan), behandlas i kommissionens första meddelande, Clearing och avveckling i Europeiska unionen – Grundläggande policyfrågor och framtidsperspektiv, KOM(2002)257, 28.5.2002, som finns på http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm.

avvecklingen. Sådana begränsningar ger inte marknadsaktörerna fritt tillträde till och fritt val av platsen för clearing och avveckling och motverkar på så sätt en väsentlig betingelse för ökad konkurrens och effektivitet i tillhandahållandet av gränsöverskridande tjänster.

Men även om hindren beträffande platsen för clearing och avveckling kunde undanröjas, skulle andra hinder som identifierats av Giovannini-gruppen fortfarande begränsa ett effektivt utnyttjande av rättigheterna till fritt tillträde och val. Exempelvis innebär en del av dessa hinder att det är mer fördelaktigt eller till och med nödvändigt att använda lokala aktörer för att få tillträde till utländska avvecklingssystem. Detta gäller alla åtgärder som kräver specialkunskaper eller lokal expertis (t.ex. nationella skillnader med avseende på rättigheter i värdepapper som förvaras hos en mellanhand, åtgärder från företagens sida eller förfaranden för emittering av värdepapper) eller då deltagande från lokala aktörers sida är direkt påbjudet (t.ex. bestämmelser i medlemsstater som ger lokala mellanhänder ensamrätt att uppbära källskatt). Detta förhindrar effektivt utländska investerare eller mellanhänder att använda sig av gränsöverskridande avvecklingskanaler på annat sätt än genom lokalt deltagande.

En annan kategori av hinder bromsar effektivt användningen av avvecklingssystem som mellanhänder i gränsöverskridande avveckling. Ett exempel på denna typ av hinder är att uppbörden av transaktionsskatter utgör en integrerad funktion i det lokala avvecklingssystemet; användning av ett annat system kan innebära högre transaktionsskatter. Till följd av detta kan marknadsaktörerna av kostnadsskäl inte välja den plats för avvecklingen de annars skulle föredra.

Andra hinder medför extra kostnader och/eller risker i jämförelse med nationell clearing och avveckling (t.ex. skillnader i informationsteknik och gränssnitt). Om sådana hinder kunde undanröjas, skulle de sammanvägda skillnaderna mellan gränsöverskridande och nationell clearing och avveckling i fråga om kostnader och risker minska.

3. Avsaknad av en gemensam ram för reglering och tillsyn

Ett annat viktigt kännetecken för de europeiska clearing- och avvecklingssystemen för värdepapper är att det saknas en gemensam ram för reglering och tillsyn. De offentliga myndigheterna ansvarar för att clearing- och avvecklingssystemen är säkra, i fråga om både investerarskyddet och systemens stabilitet. Då systemen verkar över gränserna, måste de nationella myndigheterna även förvissa sig om att alla sammankopplade utländska system har en tillräcklig reglering och tillsyn.

Då ett gemensamt regelverk saknas, kan regleringsmyndigheterna, för att se till att marknaderna fungerar smidigt och för att garantera den finansiella stabiliteten, vägra tillträde till eller motsätta sig användningen av utländska system.

Som reaktion på dessa olägenheter har Europeiska centralbankssystemet (ECBS) och Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR) tillsatt en gemensam arbetsgrupp, *ESCB/CESR Working Group*, för att utveckla gemensamma standarder för företag som tillhandahåller clearing- och avvecklingstjänster i EU. Gruppens arbete grundar sig på en anpassning av CPSS/IOSCO[7]-rekommendationerna[8] till europeiska förhållanden. ECBS och

---

7 G10-centralbankernas *Committee on Payment and Settlement Systems* och *International Organisation of Securities Commissions*.

8 *Recommendations for Securities Settlement Systems, Report of the CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems*, november 2001.

CESR offentliggjorde i juli 2003 sitt utkast till standarder[9] för samråd. Dessa standarder kommer inte att vara obligatoriska och därmed inte heller ersätta några nationella bestämmelser som kan påverka de behöriga nationella myndigheternas praktiska genomförande av dem.

4. Avsaknad av gemensamma spelregler

Bristen på ett adekvat regelverk i EU för clearing- och avvecklingssystem, tillsammans med den omständigheten att vissa institut som erbjuder clearing- och avvecklingstjänster är registrerade som banker eller investeringsföretag, aktualiserar två viktiga frågor rörande gemensamma spelregler.

Medan banker och investeringsföretag kan erbjuda gränsöverskridande förvarings- och avvecklingstjänster, genom att stödja sig på de pass som infördes genom investeringstjänstedirektivet, finns ingen motsvarande rättighet för leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster som inte är banker eller investeringsföretag.

På samma sätt finns det skillnader med avseende på kapitaltäckningskrav för leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster. Framför allt finns det skillnader mellan företag som är registrerade som banker och sådana som inte är det. Eftersom det inte finns någon harmonisering på detta område finns det dessutom även inbördes skillnader mellan de företag som tillhandahåller clearing- och avvecklingstjänster och inte är registrerade som banker.

Till detta kan läggas att, även om det kan finnas företag som är registrerade som banker som kan erbjuda såväl förmedlings- och banktjänster som grundläggande infrastruktur för förvarings- och avvecklingstjänster, kan det vara så att samma kombination av rättigheter inte är tillgänglig för förvaringsinstitut i vissa medlemsstater.

KOMMISSIONENS MÅL

Kommissionens övergripande mål är att skapa säkra och väl fungerande clearing- och avvecklingssystem i EU som garanterar att samma spelregler gäller för olika leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster. För att nå detta mål, anser kommissionen att följande åtgärder och strategier måste förverkligas:

a) **Liberalisering och integrering** av de befintliga clearing- och avvecklingssystemen genom att införa omfattande tillträdesrättigheter på alla nivåer och undanröja de hinder för gränsöverskridande clearing och avveckling som finns.

b) Fortsatt tillämpning av **konkurrenspolitiken** för att motverka konkurrensbegränsande förfaranden och övervaka den fortsatta konsolideringen inom branschen.

c) Antagande av en **gemensam ram för reglering och tillsyn**, som garanterar finansiell stabilitet och investerarskydd och leder till ömsesidigt erkännande av systemen.

d) Införande av lämpliga **styrningssystem**.

---

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

Liberaliserade och integrerade clearing- och avvecklingssystem i EU förutsätter att alla olika alternativ för gränsöverskridande clearing och avveckling står öppna för marknaderna, leverantörerna av clearing- och avvecklingstjänster och investerarna. Först då dessa har full valfrihet med avseende på clearing och avveckling av gränsöverskridande transaktioner kan konkurrensen fungera fullt ut och generera positiva effekter i form av lägre priser och ökad ekonomisk effektivitet.

För att en sådan valfrihet skall råda, måste systemen ha tillträde till varandra. Kommissionen anser därför att ett fundamentalt steg för att uppnå en liberaliserad och integrerad marknad för clearing och avveckling i EU är att ge alla leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster, inklusive centrala motparter och avvecklingssystem, omfattande rättigheter till val och tillträde. Så är idag inte fallet, och det kommer inte heller att bli det genom antagandet av förslaget till nytt direktiv om investeringstjänster, på grund av de kvarstående nationella och affärsmässiga begränsningarna för val av plats för clearing och avveckling.

Att införa omfattande rättigheter till tillträde och val kommer dock inte att vara verkningsfullt eller tillräckligt om inte alla återstående hinder som identifieras i Giovannini-rapporterna undanröjs. Att undanröja tekniska eller marknadsmässiga hinder, skattemässiga hinder och rättsliga hinder är en nödvändig förutsättning för att genomföra integreringen av clearing och avveckling i EU. Därför stödjer kommissionen den allmänna handlingslinje som förespråkas i de två Giovannini-rapporterna. Kommissionen stödjer även Giovannini-gruppens mer konkreta förslag att hindren bör undanröjas genom kombinerade insatser i rätt ordningsföljd från den privata och den offentliga sektorn.

Ett annat stort hinder för gränsöverskridande clearing och avveckling som måste åtgärdas av de offentliga myndigheterna gäller avvecklingen av kontantavräkningsdelen av en värdepapperstransaktion. Idag har inte distansaktörer i eurosystemets nationella centralbanker tillgång till de dagslånemöjligheter som dessa banker erbjuder de nationella aktörerna. Detta är inget problem för avveckling av värdepapperstransaktioner under öppettiderna för betalningssystemet Target[10], eftersom deltagare i detta system enkelt kan flytta medel från ett konto till ett annat. Men då Target inte är öppet blir detta ett problem, i synnerhet då avvecklingssystemen bedriver avvecklingsförfaranden över natten.

Kommissionens allmänna uppfattning är att den gränsöverskridande avvecklingen av kontantavräkningen av värdepapperstransaktioner bör göras så enkel som möjligt med hänsyn till målen för eurosystemet och de andra centralbankerna i EU, t.ex. genom att ge bankerna möjlighet att samla likviditeten på ett centralbankskonto och sedan överföra medel under avvecklingssystemens öppettider eller genom att använda ett enda konto för alla avvecklingsförfaranden i EU[11], vilket kommer att bli möjligt med den förbättrade version av Target (Target 2[12]) som planeras.

---

10 Target är det europeiska nätet av betalningssystem med omedelbar betalning utan föregående nettning (*Real Time Gross Settlement*).

11 I samrådsrapporten från CESR och ECBS presenteras en liknande rekommendation till centralbankerna "att förbättra mekanismen för tillhandahållande av kontantmedel från centralbankerna genom att t.ex. förlänga öppettiderna för kontantöverföringssystemet och underlätta tillgången till centralbankernas balanskonton".

12 ECB, *TARGET 2: Principles and Structure*, 16 december 2002. Target 2 gör det möjligt att konsolidera de tekniska plattformarna för de nationella systemen "till de centralbanker som … beslutar att avstå från sina egna plattformar". En sådan konsolidering kommer otvivelaktigt att underlätta den gränsöverskridande avvecklingen.

Även om liberaliseringen och integreringen av marknaderna är nödvändiga delar i hela processen, är de inte tillräckliga för att garantera effektiva clearing- och avvecklingssystem i Europa. De behöriga myndigheterna måste även se till att leverantörerna av clearing- och avvecklingstjänster till fullo respekterar ***konkurrensreglerna***. Genom integreringen av de befintliga clearing- och avvecklingssystemen kan man åstadkomma en ökning av effektiviteten. Denna möjlighet bör inte omintetgöras genom att clearing- och avvecklingssystemen tillämpar konkurrensbegränsande metoder, som att orättvist vägra tillträde till systemet eller att sätta överdrivna eller diskriminerande priser.

Förutom de åtgärder som nämns ovan, anser kommissionen att en ***gemensam ram för reglering och tillsyn*** bör införas i EU. En sådan ram skulle göra clearing- och avvecklingssystemen säkrare och möjliggöra ömsesidigt erkännande av dem. Faktum är att säkerheten på de finansiella marknaderna och stabiliteten i hela det finansiella systemet är beroende av att alla avvecklingsförfaranden fungerar på ett säkert sätt. Deltagarna i clearing- och avvecklingssystemen ställs inför olika slags risker[13]. Om en deltagare inte klarar sin avveckling och på så sätt gör det omöjligt för andra deltagare att uppfylla sina skyldigheter, kan ett clearing- och avvecklingssystem ge upphov till en omfattande finansiell instabilitet.

Eftersom det är i clearing- och avvecklingssystemen som de tillgångar hanteras som används som betalningar vid transaktioner med stora värden och som säkerhet vid penningpolitiska operationer, är deras säkerhet och effektivitet av största betydelse för att betalningssystemen och penningpolitiken skall fungera friktionsfritt.

Det är också nödvändigt att värdepapperstransaktioner avslutas snabbt och effektivt i enlighet med de allmänna affärsvillkoren. Om investerarna uppfattar ett clearing- och avvecklingssystem som osäkert, kommer de inte att vilja delta i finansiella transaktioner som avvecklas i det systemet. I ett sådant fall blir det en direkt effekt på likviditeten på de finansiella marknaderna och indirekt på kapitalkostnaderna.

Av denna anledning kan tillsynsmyndigheterna enligt det nuvarande regelverket vägra tillträde till eller motsätta sig användningen av utländska system om de inte är förvissade om att detta är förenligt med en smidig funktion hos de marknader för vilka de är ansvariga och om att den övergripande finansiella stabiliteten kan garanteras.

Kommissionen anser att detta problem borde tas upp till behandling och att liberaliseringen och integreringen av clearing- och avvecklingssystemen borde kopplas samman med en gemensam ram för reglering och tillsyn, som skulle öka säkerheten i den övergripande clearing- och avvecklingsmiljön i EU och samtidigt även leda till ömsesidigt erkännande av systemen.

Åtgärder i syfte att liberalisera tillträdet och inrätta en gemensam ram för reglering och tillsyn skulle även skapa gemensamma spelregler genom att eliminera de befintliga skillnaderna beträffande tillträdesrättigheter och kapitalkrav mellan de leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster som är registrerade som banker och dem som inte är det. I själva verket borde samma verksamhet vara underkastad samma regler (den ”funktionella strategin”) oberoende av vilken institution det är som bedriver denna verksamhet. Detta tillvägagångssätt förutsätter antagande av gemensamma definitioner av de verksamheter som ingår i clearing- och avvecklingsprocessen. Det betyder dock inte att funktionerna måste särskiljas på detta

---

[13] Bl.a. likviditetsrisker, kreditrisker, förvaringsrisker, operationella risker och rättsliga risker. I CPSS-IOSCO:s rekommendationer finns en grundlig diskussion av dessa frågor.

stadium. Parterna uppmanas dock att lämna synpunkter på ett sådant förfaringssätt mot bakgrund av de system som används på marknaderna i vissa medlemsstater och som gör åtskillnad mellan infrastruktur- och bankfunktionerna.

En del av de offentliga myndigheternas farhågor beträffande säkerheten hos avvecklingssystemen och de centrala motparterna och deras eventuella tillämpning av konkurrensbegränsande metoder kan också åtgärdas på förhand genom att tillämpa effektiva ***styrningssystem***. Sådana mekanismer skall anses komplettera de ovan nämnda strategierna, dvs. konkurrenspolitiken och en väl fungerande reglering och tillsyn.

Kommissionens policy med avseende på clearing och avveckling kommer därför att inrikta sig på a) **liberalisering och integrering** av de befintliga clearing- och avvecklingssystemen, b) tillämpning av **konkurrenspolitiken**, c) inrättande av en **gemensam ram för reglering och tillsyn**, vilket även bör omfatta frågan om definitioner, och d) införande av lämpliga **styrningssystem**.

* * *

Då alla åtgärder som krävs väl har vidtagits, förväntas en ökad takt i konsolideringen av avvecklingssystemen och de centrala motparterna. Kommissionen delar slutsatserna i både Lamfalussy- och Giovannini-rapporterna om att denna konsolidering bör vara marknadsdriven.

Kommissionen anser att den – så länge skyddsmekanismerna i form av reglering och tillsyn och i konkurrenspolitiken fungerar – bör inta en neutral ståndpunkt i sådana strukturella frågor som a) graden och formen av konsolidering (horisontell eller vertikal) och b) möjligheten för avvecklingssystem och centrala motparter att erbjuda mellanhands- och/eller banktjänster. Förutsatt att sådana skyddsåtgärder har vidtagits kommer kommissionen att avstå från att föreslå eller ålägga någon särskild marknadsstruktur och/eller institutionell struktur, och likaså kommer den att avstå från att föreslå eller ålägga ett särskiljande av de mellanhandstjänster och banktjänster som avvecklingssystemen eller de centrala motparterna i slutändan kommer att erbjuda. Marknadskrafterna skall bestämma den ”slutliga” strukturen i clearing- och avvecklingsbranschen. Marknaderna – inte regleringsmyndigheterna – har de bästa förutsättningarna att bestämma branschens struktur och den kombination av konsolidering och integrering som bäst motsvarar deras behov.

Myndigheternas övergripande mål bör vara att underlätta denna process, att uppmuntra marknadskrafterna, samtidigt som de ser till att de offentliga policymålen beaktas. Dessa mål för den offentliga politiken måste eftersträvas genom den planerade gemensamma ramen för reglering och tillsyn, genom fullständig respekt för och genomförande av befintliga bestämmelser i konkurrenslagstiftningen på nationell nivå och på gemenskapsnivå och slutligen genom införande av lämpliga styrningssystem.

KOMMISSIONENS PRAKTISKA INITIATIV

Att uppnå det mål som beskrivs ovan – att skapa effektiva och säkra clearing- och avvecklingssystem i EU som garanterar gemensamma spelregler för olika leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster – är en långdragen och komplicerad process som kräver kombinerade insatser från marknadsinfrastrukturer, marknadsaktörer, regleringsmyndigheter och lagstiftare. Kommissionen anser att den måste spela en huvudroll för att tillhandahålla den politiska kraft som behövs, för att samordna åtgärder och för att föreslå specifika lagstiftningsåtgärder för att inrätta den lagstiftningsram som krävs.

Mot bakgrund av ovanstående ämnar kommissionen vidta följande åtgärder:

a) ***Inrättande av en rådgivande och övervakande grupp***: Kommissionen avser att inrätta en rådgivande och övervakande grupp som skall ta itu med alla de Giovannini-hinder för vilka den privata sektorn har ensamt eller delat ansvar och som skall främja det övergripande integrations- och liberaliseringsprojektet.

b) ***Förslag till direktiv om clearing och avveckling***: Kommissionen anser att det marknadsdrivna undanröjandet av de relevanta Giovannini-hindren måste kompletteras med en säker rättslig ram som garanterar friheten att tillhandahålla clearing- och avvecklingstjänster i hela gemenskapen på basis av gemensamma villkor. En sådan ram skall se till att begränsningar och hinder för val av plats för clearing och avveckling elimineras. Den skall även garantera ömsesidigt erkännande av de olika nationella systemen på basis av hemlandsprincipen. Direktivet bör vara ett ramdirektiv, i den meningen att det endast bör ange de allmänna principerna i överensstämmelse med Lamfalussyförfarandet.

c) ***Behandling av rättsliga och skattemässiga frågor***: Kommissionen avser att inrätta expertgrupper för att behandla de rättsliga och skattemässiga hindren för integreringen, för att utvärdera situationen och för att om nödvändigt föreslå metoder för harmonisering av nationella lagar och/eller förfaranden.

d) ***Garantier för effektiv tillämpning av konkurrensreglerna***: Kommissionen och de nationella konkurrensmyndigheterna skall ta itu med konkurrensbegränsande förfaranden, som att orättfärdigt vägra tillträde till systemen och att pålägga överdrivna och/eller diskriminerande priser, och samtidigt hålla ett vakande öga på existerande monopol och främja konsolideringen inom branschen genom att ingripa där det är nödvändigt.

Inrättandet av den rådgivande och övervakande gruppen och expertgrupperna för rättsliga och skattemässiga frågor skall vara prioriterade åtgärder.

1. Inrättande av en rådgivande och övervakande grupp för clearing och avveckling

Bland de åtgärder och strategier som måste genomföras för att kommissionens mål skall nås, är integreringen av de befintliga clearing- och avvecklingssystemen den som kräver mest samordning mellan institut inom den privata respektive den offentliga sektorn. För att övervinna hindren för integreringen, kommer det att behövas åtgärder från dessa institut, och de tillhörande samverkansvinsterna måste förverkligas.

Lanseringen av dessa åtgärder från privat och offentligt håll kommer att få viktiga konsekvenser för det sätt på vilket clearing- och avvecklingsfunktionerna utförs i hela EU. Till följd av detta måste förfarandena, strategierna och attityderna förändras. Kommissionen är också medveten om att de olika marknadsaktörernas intressen inte nödvändigtvis sammanfaller, beroende på deras respektive funktioner och de tjänster de erbjuder. För en del av dem kommer deltagandet i en öppen och integrerad marknad att kräva betydande investeringar, medan risken att förlora vissa affärsområden till konkurrenter kommer att vara överhängande för andra. Detta kan leda till fördröjningar och slitningar då det gäller att godta och anta åtgärder som riktar sig mot de olika hindren.

Därför måste alla institut som berörs av denna process inse behovet av de särskilda åtgärderna. Det krävs ett starkt politiskt ledarskap. Dessutom måste resultaten av hela denna

process övervakas för att se till att insatserna vidmakthålls och att processens allmänna syfte och inriktning inte avleds.

För att uppnå de resultat som krävs, förespråkar kommissionen att en informell rådgivande och övervakande grupp tillsätts. Detta förslag återspeglar rekommendationerna från Giovannini-expertgruppen, som ansåg att det skulle vara tillrådligt att inrätta en samordnings- och övervakningsmekanism för att göra hela operationen till en framgång.

Mer konkret föreslås att denna grupp i samarbete med kommissionen skall

a) ***främja*** det övergripande projektet och ***förse*** offentligheten med alla nödvändiga förklaringar och rapporter som garanterar öppenhet i alla faser av processen,

b) ***verka som ett forum*** för institut inom både den offentliga och den privata sektorn för att övertyga dem om att processen framskrider,

c) ***hålla kontakten*** med de expertgrupper som skall ta upp de rättsliga och skattemässiga hindren (se avsnitt 3),

d) ***informellt bistå*** kommissionen,

e) fungera som ***gränssnitt*** mellan de privata och offentliga institut som deltar i processen i syfte att

- definiera hur olika hinder hänger samman,
- samordna detaljerade handlingsplaner och se till att den övergripande genomförandeprocessen är konsekvent, och
- övervaka att processen framskrider och i rätt ordningsföljd, och

f) ***hålla kontakten*** med Trettio-gruppen och andra internationella organ för att se till att EU-initiativen är förenliga med initiativ som utvecklas på internationell nivå.

Denna ”rådgivande och övervakande grupp för clearing och avveckling” bör bestå av företrädare på hög nivå för olika privata och offentliga institut som deltar i detta projekt, inbegripet ECBS och CESR.

Kommissionen skall stå för ordförandeskapet i gruppen. Enligt planen skall gruppen sammanträda minst två gånger per år och den skall även utse specialiserade delgrupper med ansvar för särskilda aspekter av processen.

2. Ett ramdirektiv för effektiv och säker alleuropeisk clearing och avveckling

Elimineringen av de tekniska och marknadsmässiga hinder, som den privata sektorn tillskrivits en del av ansvaret för, är en nödvändig men inte tillräcklig förutsättning för att skapa en liberaliserad, integrerad och konkurrenskraftig marknad för avveckling av värdepapperstransaktioner i EU. Kommissionen anser att det för att uppnå detta mål är nödvändigt att anta ett ramdirektiv, som skall behandla frågorna om

- omfattande rätt till tillträde och val,
- ett gemensamt regelverk, och

- lämpliga styrningssystem.

2.1 Rätt till tillträde och val

Att skapa ett integrerat clearing- och avvecklingssystem kommer till stor del att vara beroende av att leverantörerna av clearing- och avvecklingstjänster har faktisk frihet att på icke-diskriminerande villkor få tillträde och välja den plats för clearing och avveckling som de föredrar. Av de synpunkter som kommissionen mottagit efter sitt första meddelande framgår att det ännu idag finns kvar vissa begränsningar i fråga om tillträde och val. I många fall har dessa sin grund i nationella bestämmelser eller i tolkningen av dessa. Exempel på detta är lagar som kräver att transaktioner på börsen skall avvecklas i ett anslutet system och lagar som ger lokala banker särskilda rättigheter att avveckla och förvalta värdepappersportföljer. Det effektivaste sättet att undanröja dessa eller liknande direkta eller indirekta begränsningar, som ligger inbäddade i en mångfald nationella rättsinstrument, är sannolikt att anta ett ramdirektiv, i vilket föreskrivs omfattande rättigheter till tillträde och val och anges villkoren för att utöva dessa rättigheter. Alternativet, dvs. att förlita sig på frivilliga åtgärder från nationella lagstiftare eller regleringsmyndigheter, skulle vara mycket osäkrare och kanske inte på lång tid leda till en liberalisering i hela gemenskapen.

Trots att EU börjat arbeta på denna fråga genom gemenskapslagstiftning, måste mera göras för att skapa en verkligt liberaliserad och integrerad miljö för gränsöverskridande avveckling av värdepapperstransaktioner. I det nuvarande direktivet om investeringstjänster[14] anges att auktoriserade företag, dvs. investeringsföretag och banker, har rätt till direkt eller indirekt tillträde till clearing- och avvecklingsfaciliteter som står till förfogande för medlemmar av reglerade marknader i hela EU. Enligt detta system skall auktoriserade företag med tillträde på distans till reglerade marknader även ges tillträde till clearing- och avvecklingssystemen på denna marknad på villkor som inte är diskriminerande i jämförelse med de villkor för tillträde som gäller för lokala deltagare.

Enligt det nya investeringstjänstedirektivet[15] utvidgas denna rätt genom att auktoriserade företag kan få direkt tillträde till clearing- och avvecklingssystemen i en annan medlemsstat även om de inte är medlemmar i en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform i denna medlemsstat. I förslaget till nytt direktiv ges även både marknader och auktoriserade företag viss valfrihet beträffande vart deras transaktioner skall slussas för clearing eller avveckling. Förslaget beviljar följaktligen följande:

a) ***Auktoriserade företag***: rätt till tillträde till centrala motparter och avvecklingssystem i andra medlemsstater.

---

14 Direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993, EGT L 141, 11.6.1993, s. 27.

15 Europaparlamentets och rådets direktiv av den 7 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG samt ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG. I artikel 34 I direktivet föreskrivs följande: *”Medlemsstaterna skall kräva att värdepappersföretag från andra medlemsstater ges rätt till tillträde inom deras territorier till centrala motpartssystem för clearing och avveckling vid fullgörande eller förberedande av fullgörande av transaktioner med finansiella instrument. Medlemsstaterna skall kräva att sådana värdepappersföretag kan ges tillträde till dessa system enligt samma icke-diskriminerande, öppet redovisade och objektiva kriterier som de som gäller för nationella aktörer. Medlemsstaterna får inte begränsa utnyttjandet av systemen till clearing och avveckling av transaktioner med finansiella instrument som genomförts på en reglerad marknad eller en MTF-plattform inom deras respektive territorier.”*

b) ***Auktoriserade företag***: rätt att välja plats för avveckling av sina transaktioner, förutsatt att

- de länkar som behövs för att det system de föredrar skall kunna användas är installerade, och

- den reglerade marknadens tillsynsmyndighet är förvissad om att det valda systemet inte förhindrar de finansiella marknaderna att fungera på ett smidigt och ordnat sätt.

c) ***Reglerade marknader***: rätt att för en del eller alla transaktioner utnyttja tjänster som erbjuds av centrala motparter med säte i en annan medlemsstat, dock med förbehållet att den behöriga tillsynsmyndigheten för denna reglerade marknad har rätt att motsätta sig detta om användningen av en central motpart i ett annat land innebär en risk för att den reglerade marknaden inte fungerar som den skall[16].

De **tillträdesrättigheter** som ges enligt det nya investeringstjänstedirektivet är inte heltäckande och ger därför inte möjlighet till integrering av systemen på alla nivåer. De gäller endast auktoriserade företag; centrala motparter och avvecklingssystem har inte motsvarande rätt att bli medlemmar i andra system. Detta begränsar de auktoriserade företagens möjlighet att utnyttja sin motsvarande rätt att välja plats för avvecklingen.

Rätt att välja plats för avvecklingen, som beviljas enligt det nya investeringstjänste-direktivet, syftar till att auktoriserade företag inte skall behöva vara medlemmar i flera olika avvecklingssystem för värdepapper. Denna rätt gör det möjligt för dem att i enlighet med sina egna affärsmässiga behov avgöra var de skall avveckla sina transaktioner och förvara sina värdepapper. De kan följaktligen fritt välja att koncentrera sina innehav till ett enda system eller en kombination av system, på basis av kostnader, effektivitet, tillgång till finansiering, servicenivå eller andra faktorer som är viktiga för dem. Detta förenklar processerna och möjliggör en mycket effektivare förvaltning av säkerheter.

Auktoriserade företag kommer dock endast att kunna utnyttja denna valfrihet om den valda platsen för avvecklingen har tillträde till ”emittent-avvecklingssystemet”. Därför bör avvecklingssystemen ha rätt till tillträde till avvecklingssystem i andra medlemsstater. Vidare omfattar valmöjligheten enligt det nya investeringstjänstedirektivet inte clearing. Kommissionen anser att auktoriserade företag bör ha rätt att välja inte bara platsen för avveckling, utan även platsen för clearing. Genom att välja platsen för avveckling skulle marknadsaktörerna kunna använda sig av en gränsöverskridande avveckling genom det avvecklingssystem som de väljer. På samma sätt skulle marknadsaktörerna, genom att välja plats för clearingen, kunna sköta sina clearing gränsöverskridande hos den centrala motpart som de väljer. För att **rätten att välja plats för clearing** skall bli reell, måste centrala motparter ha rätt till tillträde till centrala motparter i andra medlemsstater.

De centrala motparterna fungerar normalt genom att träda emellan motparterna i transaktioner och fungera som köpare gentemot alla säljare och som säljare gentemot alla köpare (”förnyelse”). För att kunna avveckla de förnyade transaktionerna måste de centrala motparterna även ha direkt eller indirekt tillträde till de avvecklingssystem där transaktionerna i sista hand avvecklas och värdepappren förvaras. Därför bör de centrala motparterna ha rätt till tillträde till avvecklingssystem i andra medlemsstater.

---

[16] I det nya investeringstjänstedirektivet beaktas de offentliga myndigheternas farhågor för användning av utländska system då de inte fungerar på grundval av ett gemensamt regelverk.

Att ge de centrala motparterna och avvecklingssystemen rätt till tillträde innebär inte endast att de auktoriserade företagens valfrihet blir reell, utan det garanterar även att samma spelregler gäller för alla leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster.

Rätten att utnyttja tjänster som erbjuds av centrala motparter med säte i en annan medlemsstat, som ges reglerade marknader enligt det nya investeringstjänstedirektivet, syftar till att öka konkurrensen i tillhandahållandet av clearingtjänster i EU.

Den valfrihet som ges reglerade marknader är inte omfattande: sådana marknader bör, förutom rätten att välja en utländsk central motparts tjänster, även ha rätt att välja tjänster från ett avvecklingssystem i en annan medlemsstat. Dessa rättigheter bör dessutom utvidgas till att omfatta även multilaterala handelsplattformar[17].

Kommissionen anser därför att det nya ramdirektivet om clearing och avveckling tillsammans med det nya investeringstjänstedirektivet bör garantera följande rättigheter till tillträde och val:

- *Investeringsföretag och banker*: rätt till tillträde till clearing- och avvecklingssystem i andra medlemsstater.

- *Centrala motparter*: rätt till tillträde till centrala motparter och avvecklingssystem i andra medlemsstater.

- *Avvecklingssystem*: rätt till tillträde till avvecklingssystem i andra medlemsstater.

- *Reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar*: rätt att överenskomma om lämpliga arrangemang med centrala motparter och avvecklingssystem i andra medlemsstater.

I samtliga dessa fall bör tillträdet regleras genom öppna och icke-diskriminerande regler, baserade på objektiva kriterier. För att undvika diskriminering bör även, i de fall då standardiserade tjänster och priser tillämpas, eventuella avvikelser från dessa motiveras objektivt. Det är också viktigt att notera att förekomsten av omfattande rättigheter till tillträde för avvecklingssystem och centrala motparter inte betyder att dessa skulle vara skyldiga att begära och upprätthålla tillträde till andra system. Men om det finns en fungerande länk mellan två olika avvecklingssystem, bör de inte få vägra användning av denna länk för att avveckla transaktioner med värdepapper för vilka endera av de två avvecklingssystemen utgör den slutgiltiga avvecklingsplatsen.

2.2. En gemensam ram för reglering och tillsyn

Nationella begränsningar av tillträde och val kan återspegla historiska förhållanden, men de kan även motsvara berättigade intressen hos nationella reglerings- och tillsynsmyndigheter att upprätthålla systemens säkerhet och den övergripande finansiella stabiliteten. Som nämns ovan håller CESR och ECBS på att utveckla standarder för att definiera en gemensam ram för reglering och tillsyn som skall ligga till grund för behandlingen av dessa frågor i EU. Det förväntas att reglerings- och tillsynsmyndigheterna (”nationella myndigheter”) kommer att införliva dessa standarder i sina respektive bedömningsramar för att kunna avgöra i vilken

---

[17] Den politiska överenskommelse som rådet kom fram till den 7 oktober 2003 om förslaget till nytt investeringstjänstedirektiv undanröjer båda dessa begränsningar genom att ge både reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar rätt att anlita centrala motparter och avvecklingssystem i utlandet.

mån de är uppfyllda. Standarderna skall inte vara obligatoriska och kommer inte att ersätta några motstridiga nationella rättsbestämmelser.

Allteftersom de gränsöverskridande sammanslagningarna och länkarna mellan clearing- och avvecklingssystemen tilltar, kommer det även att växa fram en ökad efterfrågan på samarbete mellan nationella myndigheter för att få till stånd en väl fungerande gränsöverskridande reglering och tillsyn. I detta sammanhang är det viktigt att vara på det klara över vilket system som skall råda, dvs. vilken myndighet som har befogenhet att reglera och övervaka vissa gränsöverskridande clearing- och avvecklingsverksamheter. Eftersom det inte finns någon gemensam ram, bedrivs det nuvarande gränsöverskridande samarbetet mellan nationella myndigheter med intresse av ett system eller dess deltagare genom direkta överenskommelser mellan dessa myndigheter då utvecklingen på marknaderna gör ett sådant samarbete nödvändigt. Som nämnts tidigare erbjuder CESR/ECBS:s förslag till standarder en passande modell för fördelningen av ansvar mellan de berörda nationella myndigheterna. De relevanta standarderna kommer dock inte att ersätta de offentliga myndigheternas ansvar enligt nationell lag.

Dessa brister i standarderna visar att även om fastställandet av standarder kan ge en viss gemensam ram för clearing och avveckling, kan de inte ersätta en riktig lagstiftningsram. Kommissionen anser därför att, liksom i fråga om införande av omfattande rättigheter till tillträde och val, förlitan på frivilliga åtgärder från de nationella lagstiftarna eller regleringsmyndigheterna för att skapa en gemensam ram för reglering och tillsyn, kommer att ge mindre rättssäkerhet och kanske inte på lång tid garantera lika spelregler för alla aktörer.

Dessa brister undviks genom att anta ett direktiv som inför en gemensam uppsättning överordnade principer för auktorisering, reglering och tillsyn av clearing- och avvecklingssystem. De särskilda regler som skall tillämpas på clearing- och avvecklingssystemen bör dock vara flexibla och nära återspegla praxis på marknaderna och inom tillsynen. Av detta skäl anser kommissionen att de överordnade principerna bör konkretiseras ytterligare genom särskilda åtgärder som skall antas genom den strategi med fyra nivåer som ingår i Lamfalussyförfarandet. CESR/ECBS-standarderna kan sedan bli grund för eventuella genomförandeåtgärder på nivå 2 som skall utarbetas i enlighet med bemyndigandebestämmelserna i ramdirektivet.

Direktivet skall innehålla

- en funktionell strategi,
- inledande och fortgående krav på tillsyn och investerarskydd, och
- samarbete inom tillsynen.

Funktionell strategi: I överensstämmelse med det arbete som nyligen presterats inom arbetsgrupperna i CPSS-IOSCO och ECBS/CESR anser kommissionen att direktivet bör grunda sig på en funktionell strategi. Detta säkrar konsekventa åtgärder och undviker motstridiga regler.

I detta sammanhang bör direktivet införa gemensamma funktionella definitioner av clearing- och avvecklingsverksamheter. Sådana definitioner kan omfatta, men inte nödvändigtvis spegla, ett brett sortiment av avslutningsverksamheter, som *matchning och bekräftelse* av order, *clearing*, *avveckling*, *förvaring* och *notarie*funktionen. I vilket fall som helst bör de baseras på lämpliga segment av värdekedjan, inte på tjänsteleverantörens status som

”mellanhand” eller ”infrastruktur”, även om denna distinktion fortfarande kan var relevant för att uppskatta den risknivå som är förenad med de olika funktionerna. Parterna ombeds lämna synpunkter på hur relevant en sådan åtskillnad är i detta sammanhang. Kommissionen anser att utförligheten i definitionerna av funktionerna skall bero på hur de olika verksamheterna förhåller sig till de krav beträffande tillsynen och investerarskyddet som anses vara lämpliga, i synnerhet med avseende på de olika riskkategorier – kreditrisk, operationell risk, förvaringsrisk etc. – som sådana krav skall tackla. Man bör även överväga om definitionerna och direktivets tillämpningsområde bör utvidgas till att täcka andra finansiella avslutningsverksamheter, t.ex. *förvaltning av säkerheter* eller *förvaltning av tillgångar*.

Kommissionen är medveten om att rådande praxis på marknaderna ibland lett till att en och samma term används för att beteckna olika och/eller kompletterande funktioner. I direktivet bör denna fråga behandlas genom att anta definitioner som entydigt gäller funktioner, även om de inte nödvändigtvis fångar alla användningar av en term som är i bruk. I det föreliggande meddelandet har kommissionen avsiktligt använt sig av endast två breda kategorier av funktioner, nämligen *clearing* och *avveckling. Clearing* definieras som de verksamheter, t.ex. förnyelse, som garanterar motparterna mot återanskaffningskostnads-risken, medan *avveckling* ges en bred definition som inkluderar verksamheter före avveckling, avveckling och förvaring. Dessa definitioner måste göras snävare och mer precisa i det planerade direktivet, med beaktande av deras förhållande till de lämpliga kraven beträffande tillsyn och investerarskydd.

Inledande och fortgående krav på tillsyn och investerarskydd: Syftet med det nya regelverk som skall ingå i det planerade direktivet om *clearing och avveckling* är att göra det möjligt för clearing- och avvecklingssystem att fritt erbjuda sina tjänster i andra medlemsstater. Samtidigt är dessa institut en viktig källa till motparts- och systemrisker för andra marknadsaktörer. Av dessa skäl anser kommissionen att det, om ömsesidigt erkännande inom ramen för den gemensamma finansiella marknaden skall kunna uppnås, är nödvändigt att fastställa gemensamma inledande och fortgående krav på tillsyn och investerarskydd, plus ytterligare krav gällande styrningen (se avsnitt 2.3).

I direktivet bör därför anges lämpliga inledande och fortgående **kapitaltäckningskrav** för clearing- och avvecklingssystem i EU. Kapitaltäckningskraven för *clearing och avveckling* måste vara tydligt knutna till funktioner, enligt lämpliga definitioner, och till den risknivå som dessa funktioner har (”funktionell strategi”). Kommissionen anser att dessa kapitaltäckningskrav bör beakta motsvarande krav som idag tillämpas på banker, särskilt med avseende på kreditrisker. Men i den mån de nuvarande och förutsebara kapitaltäckningskraven för banker inte anses vara lämpliga för att täcka de särskilda riskerna i samband med *clearing och avveckling*, bör kapitaltäckningskraven för clearing- och avvecklingssystem anpassas i enlighet med detta. Ytterligare tillsynskrav utesluts inte på detta stadium.

I direktivet bör även formuleras **överordnade principer för riskhantering**, som leverans mot betalning (*Delivery Versus Payment*), tillsammans med en del ytterligare principer om **investerarskydd**, exempelvis sådana som syftar till att upprätthålla emissionens värde och skydda kundernas värdepapper. Det är framför allt nödvändigt att tillförlitligheten hos alla kontoförda innehav genom alla led i mellanhandskedjan garanteras. Korrekta redovisningsmetoder och avstämningsförfaranden för kontoförda innehav genom hela kedjan av mellanhänder är nödvändiga komplement till alla försök att klargöra de rättsliga effekterna av värdepapper som innehas indirekt (se avsnitt 3.1 nedan om åtgärderna för att harmonisera dessa rättsliga effekter). Kommissionen anser att sådana överordnade principer för

riskhantering och investerarskydd bör konkretiseras ytterligare genom särskilda åtgärder, som de som utarbetas av CESR/ECBS.

Samarbete inom tillsyn: Införandet av omfattande tillträdesrättigheter, undanröjandet av de befintliga hindren för gränsöverskridande clearing och avveckling och införandet av ett gemensamt regelverk kommer sannolikt att leda till en högre grad av integrering och konsolidering inom clearing- och avvecklingsbranschen. Därför måste regelverket innehålla en modell för samarbete inom tillsynen, för att undvika att clearing- och avvecklingssystem som verkar över gränserna övervakas av flera olika tillsynsmyndigheter, vilket skulle öka kostnaderna för regleringen och göra den mer komplicerad.

Den tillsynsmodell som tillämpas i gemenskapens harmoniserade sektorer för bankverksamhet, investeringstjänster etc. grundar sig på principen om **hemlandskontroll**. Enligt denna princip, som formulerats i flera EG-direktiv, är ansvaret för tillsynen av en institutions verksamhet som bedrivs i dess hemland eller i utlandet genom en filial eller genom tillhandahållande av tjänster en uppgift för detta hemlands myndigheter. Vidare skall tillsynen av sådana instituts utländska dotterföretag skötas av myndigheterna i den medlemsstat där dotterföretaget har sitt säte. Värdlandets myndigheter har å andra sidan ansvaret för vissa frågor, som övervakningen av likviditeten i filialer eller penningpolitiska genomförandeåtgärder. Denna tillsynsmodell erbjuder även en ram för regelbundet utbyte av information och samarbete mellan tillsynsmyndigheterna.

Kommissionen anser att en liknande modell, anpassad där så krävs till de särskilda förhållanden som råder i clearing- och avvecklingssektorn, bör införas för att samordna de nationella myndigheternas tillsynsuppgifter.

Den ram för samarbete inom tillsynen måste även beakta och anpassa sig till den omständigheten att vissa institut eventuellt ingår i ett annat tillsynssystem (t.ex. banksystemet). Direktivet bör undvika dubblerade tillsynskrav.

På grundval av dessa bestämmelser skulle avvecklingssystem, centrala motparter, förvaringsinstitut och clearingmedlemmar få ett EU-pass som skulle ge dem rätt till gränsöverskridande verksamheter. I dagsläget har endast förvaringsinstitut ett sådant pass, baserat på bestämmelserna i investeringstjänstedirektivet. Passet för clearing och avveckling kommer att garantera samma spelregler för alla leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster.

2.3. Styrning

Avvecklingssystem och centrala motparter har ett mycket stort marknadsinflytande. De är även potentiellt källor till instabilitet i det finansiella systemet som helhet. I den mån integrationsprocessen leder till en högre grad av konsolidering i EU, ökar risken kraftigt för att ett enskilt avvecklingssystem eller en enskild central motpart skall bli en källa till finansiell instabilitet. För att minska denna risk kan ett system för styrning tillämpas.

Kommissionen anser att det är ytterst viktigt att avvecklingssystemen och de centrala motparterna genomför lämpliga styrningssystem. I enlighet med detta bör en del överordnade principer inkluderas i ramdirektivet.

Styrningssystemet omfattar relationerna mellan ägare, styrelse, företagsledning och andra berörda parter, inklusive användare och myndigheter som företräder allmänintresset. De olika kategorierna av intressenter har olika intressen. Ägarna av avvecklingssystem och centrala

motparter har ett berättigat intresse av att maximera vinsten. Användarna är intresserade av att till rimliga priser få de tjänster som svarar mot deras behov. De offentliga myndigheterna är intresserade av att avvecklingssystemen och de centrala motparterna i) inte tillämpar konkurrensbegränsande metoder, och ii) inrättat adekvata riskgarantier. Dessa intressen kan strida emot varandra. Exempelvis får vinstmaximeringen inte ske genom ökad risktagning, vilket kan vara fallet om ett avvecklingssystem eller en central motpart inte gör de investeringar som krävs, både i informationssystem och personal.

Nyckelkomponenter i styrningssystemet är bl.a. i) ägarskap och koncernstruktur, ii) styrelsens sammansättning, iii) rapporteringen mellan företagsledning och styrelse, och iv) incitament för företagsledningen och metoderna för utkrävande av ansvar av företagsledningen, t.ex. revisionskommittéer[18].

En avgörande skiljelinje går mellan två renodlade styrningsmodeller: i) användarägda/användarstyrda institut, och ii) vinstdrivande institut. I det första fallet äger användarna företaget. Den relevanta omständigheten är dock att ägarandelarna är fördelade i enlighet med användningsgraden. Vidare bör samma ägarandelar återspeglas i styrelsens sammansättning. På så sätt är företaget inte endast användarägt, utan även användarstyrt. Eftersom användarna kan variera sin användning över tiden behövs en mekanism för att stämma av ägarandelarna mot användningsgraden. I det andra fallet finns inget samband mellan ägarandelar och användning. Det finns utrymme för mellanformer mellan dessa två renodlade styrelseformer.

Kommissionen anser att en lämplig styrningsmodell är särskilt viktig för att ta itu med de potentiella problemen på detta område. Den avser dock inte att gå in i debatten om vilken styrningsmodell – användarägda/användarstyrda eller vinstdrivande institut – som är bäst. Det viktigaste är att de fastställda kraven uppfylls till fullo oberoende av vilken modell som väljs.

* * *

Styrningssystem bör vara tydligt angivna och öppna för insyn. Detta innebär bl.a. att ägare av avvecklingssystem och centrala motparter bör uppge sina ägarandelar då de överstiger ett visst tröskelvärde och att löner till direktörer och företagsledning och eventuella incitamentsprogram bör offentliggöras eller åtminstone meddelas användarna. På så sätt skulle man kunna veta till vem vinsterna utdelas, hur stora direktörernas och företagsledningens ersättningar är och vilka incitament de har. Öppenhet i styrningssystemen innebär även att målen och viktiga beslut delges ägare, användare och offentliga myndigheter.

Vidare bör avvecklingssystem och centrala motparter ha en eller flera oberoende kommittéer, t.ex. en revisionskommitté, med en majoritet av oavhängiga medlemmar. Revisionskommitténs uppgift är att se till att de offentliga myndigheternas och användarnas intressen beaktas som sig bör i dessa frågor: a) den interna organisationen och de totala mänskliga och tekniska resursernas tillräcklighet, b) redovisningen, c) informationssystemens tillförlitlighet, och d) riskhanteringsstrategierna. En del av de uppgifter som anförtrotts revisionskommittén kan på grund av deras tekniska natur läggas ut på externa företag. En sådan kommitté bör även identifiera och hantera potentiella intressekonflikter mellan ägare och användare och mellan ägare och/eller användare å ena sidan och de offentliga myndigheterna å den andra. Medlemmarnas oberoende bedöms vanligtvis i förhållande till företagsledningen och aktieägare med kvalificerade innehav. På grund av de offentliga

[18] Se CPSS-IOSCO:s rekommendationer och CESR/ECBS-standarderna.

myndigheternas naturliga intresse av att avvecklingssystemen och de centrala motparterna fungerar väl, bör ett lämpligt antal medlemmar även vara oberoende i förhållande till användarna och aktieägare utan kvalificerade innehav.

Frågan om de styrningssystem som skall tillämpas på mellanhänder, särskilt när dessa utför verksamhet med värdepapperstjänster, måste också behandlas. Kommissionen anser att den ordning som skall tillämpas på dem bör vara förenlig med de styrningssystem som avses gälla för aktieägare med kvalificerade innehav och ledningsgrupper för avvecklingssystem för värdepapper, vilket är av betydelse för att säkerställa öppenhet, lämplighet och begränsning av risker.

* * *

Dessa åtgärder överensstämmer i stort sett med de riktlinjer som formuleras i kommissionens meddelande om bolagsrätt och effektivare företagsstyrning[19]. Kommissionen anser dock, på grund av de offentliga myndigheternas intresse av att avvecklingssystem och centrala motparter inte tillämpar konkurrensbegränsande metoder, att ytterligare styrningsåtgärder skulle vara på sin plats, med beaktande av den utveckling av branschen som nu pågår och som kan förutses. En ökad integrering innebär att olika kategorier av institut sannolikt kommer att konkurrera om tillhandahållande av gränsöverskridande clearing- och avvecklingstjänster. Exempelvis kommer värdepapperscentraler, internationella värdepapperscentraler och förvaringsinstitut förmodligen att konkurrera om tillhandahållande av gränsöverskridande avvecklingstjänster. Av denna anledning föreslås att centrala motparter och avvecklingssystem skall föra separata konton över och separera de tjänster de erbjuder då de agerar som mellanhänder. Samma bestämmelser bör tillämpas på alla icke-kärnverksamheter, t.ex. bankverksamhet, som avvecklingssystem och/eller centrala motparter eventuellt bedriver. Även om dessa åtgärder kan uppfattas som mer inkräktande än andra krav på offentlighet – exempelvis kan särredovisning innebära godtyckliga val av kostnadsfördelning – ökar de graden av öppenhet hos centrala motparter och avvecklingssystem. I detta avseende följer det föreliggande meddelandet den linje som föreslås i meddelandet om modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning, enligt vilken företräde skall ges krav på offentlighet, eftersom sådana är mindre betungande för företagen och kan visa sig vara ett högeffektivt marknadslett sätt att snabbt nå resultat.

Särredovisning: För särredovisning är det nödvändigt att separera kostnader och intäkter. Kravet att specifika tjänster skall prissättas skilt för sig, som diskuteras nedan, skulle göra det möjligt att särredovisa intäkterna Eftersom avvecklingssystem och centrala motparter kännetecknas av stora ekonomiska skalfördelar i sina kärnverksamheter å ena sidan och icke-kärnverksamheter å den andra, skulle särredovisning av kostnaderna innebära godtyckliga kontoföringsval.

Exempelvis skulle ett avvecklingssystem eller en central motpart genom att fördela en mycket liten andel av kostnaderna till icke-kärnverksamheterna kunna visa att företaget gör vinst på dessa verksamheter, vilket skulle vara ett tecken på att ingen korssubventionering förekommer. Detta skulle vara vilseledande: om den ”korrekta” andelen av de fasta kostnaderna fördelades på icke-kärnverksamheterna skulle de visa sig vara mindre lönsamma eller i extremfallet de facto vara förlustbringande. Kostnadsfördelning är följaktligen en fråga som behandlas ytterst omsorgsfullt om de eftersträvade resultaten skall uppnås. För detta ändamål kunde det planerade innehålla en hänvisning till internationellt accepterade

[19] KOM(2003) 284 (slutlig), 21.5.2003.

redovisningsstandarder för kostnadsfördelning, som kan ge de berörda institutna ett fast underlag för att uppfylla sina skyldigheter. I vilket fall som helst antar kommissionen, som anges ovan, att redovisningsfrågorna, inbegripet kostnadsfördelningen, måste bli en uppgift för en **revisionskommitté** med en majoritet av oberoende medlemmar.

Separering av tjänster: Det föruses också att att tjänster som inte tillhör kärnverksamheten, såsom de som erbjuds i egenskap av mellanhand och bankverksamheten, prissätts och på begäran levereras separat från andra tjänster. En sådan åtgärd kan vara ett adekvat motmedel mot farhågorna för att centrala motparter och avvecklingssystem är frestade att erbjuda sina kunder att köpa någon ”monopoliserad” tjänst som de levererar på villkor att de även köper andra, oönskade tjänster av dem. Sådana metoder leder till problem med konkurrensreglerna och gör det svårare för användarna att flytta sin verksamhet till den effektivaste leverantören, vilket potentiellt minskar effektiviteten.

Tillhandahållandet av banktjänster (inklusive mottagande av depositioner och tillhandahållande av krediter) ställer särskilda problem. Allmänt sett kan sägas att deltagarna avvecklingssystem för värdepapper kan behöva kredit för att överbryga tillfälliga underskott i sin kontantställning när de avvecklar värdepapperstransaktioner. De skulle behöva kredit i samma tillgångsslag (centralbanksmedel eller affärsbanksmedel) används för avvecklingen av kontantdelen av värdepapperstransaktionen. Avvecklingssystem för värdepapper som reglerar med sina egna medel kommer också att tillhandahålla kredit till sina deltagare.

Det finns flera olika sätt att hantera frågan om tillhandahållande av banktjänster av avvecklingssystem för värdepapper med monopolställning. Ett är att göra avveckling i centralbanker obligatoriskt. Ett annat är att kräva av avvecklingssystemen att de erbjuder alternativet att sköta avvecklingen i centralbanken. Ytterligare ett alternativ skulle vara att kräva att avvecklingssystem som sköter avvecklingen i affärsbanker tillåter att andra banker sköter avvecklingen av kontantdelen i en värdepapperstransaktion. Enligt alla dessa alternativ skulle deltagarna i avvecklingssystem inte vara tvungna att utnyttja de banktjänster som avvecklingssystem för emittenter erbjuder.

Kommissionen anser att avvecklingssystem som sköter avvecklingen i affärsbanker åtminstone borde erbjuda sina deltagare alternativet att sköta avvecklingen i centralbanken. Denna linje har man valt i ECBS/CESR-förslaget till standarder för clearing och avveckling.

* * *

För att få till stånd lika spelregler för alla bör slutligen företagsledningen och aktieägare med kvalificerade innehav i clearing- och avvecklingssystem uppfylla de lämplighetskrav som är tillämpliga på företagsledningen respektive aktieägare med kvalificerade innehav i banker eller investeringsföretag.

Av alla de skäl som nämns i föregående avsnitt anser kommissionen att det är nödvändigt att anta ett ramdirektiv för att införa a) omfattande **rättigheter till tillträde och val**, b) ett **gemensamt regelverk**, och c) lämpliga **styrningssystem**.

Det föreslagna direktivet är bara ett första steg. Det bör säkerställa en lämplig avvägning mellan förebyggande lagstiftning och ingripanden i efterhand från konkurrensmyndigheternas sida för att driva igenom konkurrensregler. Kommissionen kommer att fortsätta att noga följa utvecklingen och när så är lämpligt ändra sin arbetsinriktning med hänsyn till denna. Den fortsatta utvecklingen på marknaden kan komma att göra det nödvändigt att se över det förfaringssätt som beskrivits, också genom ytterligare åtgärder för att säkerställa att de

gällande rättsliga ramarna skapar gemensamma spelregler för de olika operatörerna och ger lämpliga lösningar på de problem som kan komma att uppstå.

3. Rättsliga och skattemässiga skillnader

3.1 Projektet för att skapa klarhet om rättsläget

Säkerheten i ett clearing- och avvecklingssystem är i sista hand beroende av att det bygger på ett solitt rättssystem. Allmän lagstiftning, som lagar om egendom, värdepapper och insolvens, och mer specifika regler, däribland verksamhetsföreskrifter för clearing- och avvecklingssystem, påverkar alla dessa systems funktion och totala effektivitet. För att clearing- och avvecklingssystemen skall kunna utföra sina uppgifter på ett tillfredsställande sätt, bör regelverket vara tydligt, pålitligt, enhetligt och förutsebart med avseende på tolkning och genomförande. På detta sätt kan man avsevärt minska de rättsliga riskerna för deltagarna och systemet som helhet.

Gränsöverskridande clearing och avveckling inbegriper flera olika jurisdiktioner, som representerar olika rättsliga traditioner och tillvägagångssätt. Fastän var och en av dessa jurisdiktioner på ett adekvat sätt kan lösa problem som uppstår i nationella sammanhang, finns det vid tillhandahållande av gränsöverskridande clearing- och avvecklingstjänster behov av att tydligt identifiera vilken nationell lagstiftning som skall tillämpas på de avtalsmässiga eller äganderättsmässiga aspekterna på hela affären (frågan om lagval). Även om frågan om identifiering av den materiella nationella rätt som skall tillämpas får en lösning genom harmonisering av nationella lagvalsbestämmelser, kan nationella skillnader i materiell rätt i de olika berörda jurisdiktionerna ändå påverka hela processen negativt. Dessa synnerligen komplicerade juridiska frågor ökar betydligt kostnaderna för och osäkerheten i gränsöverskridande clearing och avveckling.

I de två Giovannini-rapporterna ges en klar beskrivning av de problem som de rättsliga frågorna medför i detta sammanhang. I rapporterna identifieras viktiga hinder för den fortsatta integrationen, den olikformiga tillämpningen av nationella lagvalsbestämmelser, nationella skillnader i den rättsliga synen på bilateral nettning och bristen på en gemenskapsomfattande ram för behandling av rättigheter i värdepapper. I rapporterna framkommer även att ett betydande hinder är skillnaderna i nationell lag beträffande vid vilken tidpunkt en köpare skall anses vara ägare av ett värdepapper för att kunna företa företagsrelaterade åtgärder.

En del av dessa frågor tas redan upp i gemenskapens gällande regelverk. Exempelvis behandlas frågorna om den rättsliga behandlingen av nettning och lagval till stor del i direktiven om slutgiltig avveckling[20] och om ställande av finansiell säkerhet[21]. Dessa två direktiv innehåller även särskilda bestämmelser om tillämpning av insolvenslagstiftning på clearing- och avvecklingssystem och ställande av finansiell säkerhet, som syftar till öka säkerheten i systemen och vid ställande av finansiella säkerheter.

Direktivet om slutgiltig avveckling minimerar störningar i ett avvecklingssystem som orsakas av insolvensförfaranden och garanterar att överföringsuppdrag och nettning av dessa gäller enligt rättsordningen och är bindande för tredje man. Följaktligen kommer nettning inte att kunna återgå då överföringsuppdrag införts i systemet. Vidare kan avvecklade transaktioner inte återgå enligt den s.k. *zero-hour rule*, som ibland ingår i insolvenslagstiftning. I direktivet anges även att överföringsuppdrag inte får återkallas från den tidpunkt som anges i reglerna i

---

[20] Direktiv 98/26/EG av den 19 maj 1998, EGT L 166, 11.6.1998, s. 45.

[21] Direktiv 2002/47/EG av den 6 juni 2002, EGT L 168, 27.6.2002, s. 43.

systemet. Slutligen är säkerheter som ställs till centralbanker i samband med deltagande i ett system skyddade från verkningarna av insolvenslagar.

Direktivet behandlar även frågan om lagval i samband med ställande av säkerhet i de fall där säkerhetsinnehavarens rättigheter är införda i ett register, konto eller förvaringssystem. Direktivet tillämpar PRIMA-principen (*place of the relevant intermediary approach*), dvs. att säkerhetsinnehavarens rättigheter bestäms enligt lagen i den medlemsstat där registret, kontot eller förvaringssystemet finns.

Direktivet om ställande av finansiell säkerhet, som håller på att införlivas av medlemsstaterna, har ett mycket bredare tillämpningsområde, eftersom det täcker (nästan) alla transaktioner med finansiella säkerheter som genomförs av system och ”finansiella mellanhänder”[22]. Det minskar de formella kraven på avtal om finansiellt säkerhetsställande och skyddar deras giltighet och oåterkallelighet mot vissa insolvensbestämmelser, som *zero-hour rules*. Enligt direktivet accepteras slutavräkning då verkställandet av denna utlöses genom inledande eller fortsättning av likvidationsförfaranden eller rekonstruktionsåtgärder. I direktivet tillämpas samma PRIMA-princip på lagvalsfrågor med avseende på den rättsliga naturen hos *säkerheter i form av kontoförda värdepapper*[23] och de egendomsrättsliga verkningar som dessa har, kraven på fullbordande och giltighet gentemot tredje part, frågan om konkurrerande rättigheter eller intressen i sådana säkerheter och kraven på realisering av dessa.

De lagvalsfrågor som uppstår i samband med kontoförda värdepapper har sedan dess på nytt tagits upp i den nyligen i Haag antagna ”konventionen om vilken lag som skall tillämpas på vissa rättigheter i förening med värdepapper som förvaras hos en mellanhand” (*Convention on the law applicable to certain rights related to securities held with an intermediary*).

Enligt konventionen är den lag som skall tillämpas på vissa rättigheter med anknytning till värdepapper som förvaras hos en mellanhand den som kontoinnehavaren och den berörda mellanhanden avtalat om, förutsatt att den ifrågavarande lagen uppfyller det s.k. realitetstestet, som skall avgöra om mellanhandens värdepappersverksamhet har någon anknytning till den valda jurisdiktionen, dock inte nödvändigtvis med avseende på det aktuella kontot.

Genomförandet av Haagkonventionen i EU kommer att göra det möjligt för deltagarna att före en åtgärd med säkerhet och med en rimlig arbetsinsats avgöra enligt vilken nationell materiell rätt deras rättigheter med avseende på värdepapper som innehas indirekt regleras. Inom ramen för sina ansvarsuppgifter kommer kommissionen att vidta de åtgärder som krävs för att EU skall kunna underteckna och ansluta sig till och medlemsstaterna ratificera konventionen. Kommissionen skall även vidta nödvändiga åtgärder för att få direktiven om slutgiltig avveckling och ställande av finansiell säkerhet i överensstämmelse med bestämmelserna om lagval i Haagkonventionen.

Trots de förbättringar som dessa åtgärder kommer att medföra för den rättsliga tydligheten och den övergripande sundheten och effektiviteten inom gränsöverskridande clearing och avveckling i EU, lämnar de ett antal andra rättsliga hinder orörda.

Det främsta av dessa är att det ***inte finns någon gemenskapsram för behandling av rättigheter i värdepapper som förvaras hos en mellanhand***. Denna brist identifierades av

---

22 Transaktioner med finansiella säkerheter som involverar fysiska personer omfattas inte av direktivet.

23 Säkerhet som består av finansiella instrument, vars äganderätt framgår av uppgifter i ett register eller konto.

Giovannini-gruppen som den främsta källan till rättslig risk vid gränsöverskridande transaktioner.

Värdepapper förvaras och överförs allt oftare genom registrering i konton. Exempelvis finns dematerialiserade värdepapper endast i form av en registrering i ett konto som innehas av en mellanhand. Då värdepapper förvaras i form av kontoföringar hos mellanhänder är det först och främst nödvändigt att klargöra den rättsliga naturen hos de rättigheter som investerarna har med avseende på dessa kontoregistreringar. Faktum är att den rättliga tolkningen av dessa rättigheter varierar betydligt mellan olika medlemsstater.

Lika viktig är den rättsliga ramen för överföring av rättigheter i värdepapper som innehas indirekt. Även om förfogandet över dessa rättigheter i praktiken bestäms genom rena kontoregistreringar, påstås det att inte alla nationella jurisdiktioner har anpassat sina rättssystem till detta. Det är också viktigt att nå klarhet om bestämmandet av den exakta tidpunkten då rättigheter som innehas indirekt överförs.

Andra frågor som måste behandlas är prioriteringen av konkurrerande intressen som är registrerade på de relevanta kontona och hur man skall undvika att fordringsägare beslagtar eller gör anspråk på en investerares rättigheter på en nivå i kedjan av innehav som ligger högre än den nivå där en sådan rättighet faktiskt registrerats eller konstituerats (*upper-tier attachment*). Eftersom värdepapper vanligtvis samlas i omnibuskonton skulle ett beslagtagande högre upp i innehavskedjan leda till spärrning av alla värdepapper som registrerats i det konto där beslaget görs, inte endast de värdepapper som tillhör den berörda investeraren.

Avsaknaden av ett enhetligt tillvägagångssätt som tillämpas i hela EU på dessa frågor påverkar allvarligt effektiviteten och säkerheten i den gränsöverskridande clearingen och avvecklingen. Kommissionen anser att denna fråga bör prioriteras, även om det kan ta en viss tid att utarbeta konkreta förslag.

En annan fråga som måste tas upp gäller olikheter i nationella rättsbestämmelser som påverkar ***förfarandet vid företagshändelser***, som skillnader i medlemsstaternas lagar beträffande fastställandet av den exakta tidpunkten då en köpare anses äga ett värdepapper, t.ex. vid betalning av utdelningar på aktier. I de nationella lagarna kan denna tidpunkt anses vara handelsdagen, den avsedda avvecklingsdagen eller den faktiska avvecklingsdagen. Som noteras i de två Giovannini-rapporterna kan sådana skiljaktigheter hämma centraliseringen av värdepappersavvecklingen och därför vara ett hinder för den fortsatta integrationen. Till följd av detta kan det finnas ett behov av att harmonisera de relevanta bestämmelserna.

Slutligen vill kommissionen mer utförligt granska frågan om ***lokaliseringen av värdepapper***. Det har hävdats att begränsningar av emittentens rätt att välja platsen för sina värdepapper utgör ytterligare hinder för konsolideringen av avvecklingssystemen. Grunden för dessa begränsningar finns antingen i nationella lagar som knyter notering på en viss marknad till utnyttjande av den lokala värdepapperscentralen eller i bolagsrätt. Kommissionen tänker behandla denna fråga ytterligare, med beaktande av skillnaderna mellan olika typer av värdepapper och av konsekvenserna för bolagsrätten av sådana krav.

Eftersom dessa frågor är så viktiga, anser kommissionen, med stöd av rekommendationen från Giovannini-expertgruppen, att de kräver en särskild undersökning. Kommissionen föreslår att en grupp utses, som skall bestå av företrädare för högskolor, offentliga myndigheter och praktiserande advokater. Den skall få i uppgift att ytterligare analysera dessa frågor, föreslå lösningar och i slutändan bistå vid utarbetandet av specifika lagförslag. Gruppens

sammansättning måste återspegla de rättsliga traditionerna i de nuvarande och framtida medlemsstaterna. Den drivande kraften för projektet skulle dock ett centralt sekretariat stå för. Gruppen skall även stå i kontakt med andra organ, som Unidroit[24], som eventuellt genomfört något liknande projekt på en mer global nivå.

På grund av ämnets komplexitet och dess invecklade relationer till nationell egendoms- och bolagsrätt, räknar kommissionen med att det blir fråga om ett projekt på lång sikt. Dess precisa omfattning skall bestämmas då gruppen skapas. Det bör dock ta upp frågor som

- karaktären av investerarnas rättigheter i förhållande till värdepapper som förvaras i ett konto hos en mellanhand,
- överföring av sådana rättigheter,
- slutgiltig avveckling av kontobaserade överföringar,
- behandlingen av beslagtaganden på en högre nivå (*upper-tier attachment*),
- investerarnas skydd mot insolvens för mellanhanden,
- tredje parts förvärv i god tro av sådana rättigheter,
- skillnader i reglerna om överföring av äganderätt vid företagshändelser, i den mån dessa skillnader är införlivade i nationella lagar, och
- val av plats för värdepapper.

Beträffande var och en dessa frågor bör skillnaderna i nationella lagar utvärderas och, där så behövs, förslag till harmonisering läggas fram.

3.2 Skattefrågor

Medlemsstaterna har ingått bilaterala avtal, enligt vilka både det land där inkomsten uppkommer och det land där inkomsttagaren är skattskyldig hävdar rätten att uppbära skatt på inkomster av investeringar. Befrielse från en eventuell dubbelbeskattning beviljas på ett av två sätt. Antingen befriar ett land inkomsten från skatt helt och hållet (vilket är ovanligt och främst begränsat till s.k. direkta investerare, dvs. de som har ett minsta aktieinnehav på t.ex. 10 %), eller så beviljar bosättningslandet avdrag för eventuell skatteuppbörd i det land där inkomsten uppstått. Dessa tillvägagångssätt kallas allmänt befrielsemetoden (*exemption*) respektive avdragsmetoden (*credit*).

Den normala skattesatsen i inkomstlandet är dock i stort sett jämförbar med den skattesats som tas ut i bosättningslandet. Användning av kreditmetoden skulle medföra att mycket lite skatt betalas i bosättningslandet, eftersom inkomstlandets skatt helt (eller nästan helt) skulle täcka skatteskulden. Ändå är det i bosättningslandet som ägaren sannolikt utnyttjar de tjänster som betalas genom beskattningen. Därför innehåller avtalen vanligtvis bestämmelser om nedsättning av den normala källskatten i inkomstlandet för att en viss skattskyldighet skall bestå i bosättningslandet.

---

[24] UNIDROIT ("International Institute for the Unification af Private Law") är en oberoende mellanstatlig organisation vars syfte är att undersöka behov och metoder för att modernisera, harmonisera och samordna civilrättslig lagstiftning, särskilt handelslagstiftning mellan stater och grupper av stater.

I Giovannini-rapporterna identifieras och uppmanas de offentliga myndigheterna att ta itu med ett antal praktiska problem som uppstår vid förfaranden där endast vissa mellanhänder tillåts sänka den normala källskattesatsen. En del medlemsstater tillåter endast att institut med säte i deras territorium tillämpar källskatteförfaranden. Andra medlemsstater tillåter utländska mellanhänder att tillämpa sänkta källskattesatser men endast på villkor av att de utser en lokal skatterepresentant. Enligt Giovannini-rapporterna utgör en sådan situation ett effektivt hinder för en mellanhand att bedriva gränsöverskridande verksamhet eller att utnyttja ett avvecklingssystems mellanhandstjänster, vilket i hög grad inskränker konkurrensen i tillhandahållandet av gränsöverskridande avvecklingstjänster. På så sätt förhindras marknadsaktörerna att välja det bäst fungerande sättet att bedriva gränsöverskridande verksamhet, vilket i sin tur gör hela processen mindre effektiv.

Dessutom tillämpar medlemsstaterna olika förfaranden för att uppbära eller bevilja befrielse från källskatt. Även om fullständig eller delvis befrielse beviljas, kan de investerare som kommer i fråga vara tvungna att först betala skatten för att sedan återkräva den. Förfarandena för återbetalning av källskatt kan vara mycket komplicerade och även skilja sig mycket från en medlemsstat till en annan. Denna komplexitet och dessa skiljaktiga förfaranden ökar väsentligt kostnaderna för gränsöverskridande avveckling.

Betydelsen av dessa hinder för en effektiv gränsöverskridande avveckling framhölls även i samrådet efter kommissionens första meddelande om clearing och avveckling. En del av dem som framförde synpunkter ansåg att även om det i nuläget inte krävs någon substantiell harmonisering av skatterna, bör man eftersträva harmonisering av de olika förfarandena i beskattningen och samtidigt se till att inhemska och utländska investerare behandlas lika.

Kommissionen noterar en växande tendens att övergå från källskatter till ett ökat utnyttjande av informationsutbyte. Detta gör det möjligt för skattemyndigheterna att ha tillgång till korrekt information för att utkräva rätt skattebelopp av rätt person. Ett så brett utbyte av information som möjligt stödjer rådets direktiv 2003/48/EG om beskattning av inkomster från sparande i form av räntebetalningar[25] över nationella gränser. Dessutom finns det nu ett direktiv om ömsesidigt bistånd för indrivning[26], enligt vilket de behöriga myndigheterna i en medlemsstat kan bistå myndigheterna i en annan medlemsstat för uppbörd av både direkta och indirekta skatter som skall betalas i den förstnämnda staten av en gäldenär i den sistnämnda. Vidare pågår just nu en modernisering av det ursprungliga direktivet om ömsesidigt bistånd[27] i syfte att förstärka det. Medlemsstaterna kommer därför att få bättre möjligheter att kontrollera skattskyldiga utanför sina egna territoriella jurisdiktioner.

Denna nya situation erbjuder ett bra tillfälle att undersöka de ytterligare möjligheter som nu finns för att ta reda på om en del av de befintliga bestämmelserna kunde ändras för att förenkla läget för branschen, samtidigt som medlemsstaternas rättigheter med avseende på skatteuppbörden garanteras.

---

[25] Rådets direktiv 2003/48/EG av den 3 juni 2003 om beskattning av inkomster från sparande i form av räntebetalningar, EGT L 175, 26.6.2003, s. 38.

[26] Rådets direktiv 2001/44/EG av den 15 juni 2001 om ändring av direktiv 76/308/EEG om ömsesidigt bistånd för indrivning av fordringar uppkomna till följd av verksamhet som utgör en del av finansieringssystemet för Europeiska utvecklings- och garantifonden för jordbruket och av jordbruksavgifter och tullar samt med avseende på mervärdesskatt och vissa punktskatter, EGT L 175, 28.6.2001, s. 17.

[27] Rådets direktiv 77/799/EEG av den 19 december 1977 om ömsesidigt bistånd av medlemsstaternas behöriga myndigheter på direktbeskattningens område, EGT L 336, 27.12.1977, s. 15.

Giovannini-gruppen menade även att integreringen av systemet för uppbörd av transaktionsskatter inom ramen för de befintliga clearing- och avvecklingssystemens funktionssätt utgjorde ytterligare ett skattemässigt hinder. Under sådana förhållanden, konstaterades i rapporterna, kunde användning av ett annat system leda till högre transaktionsskatter. Om så skulle visa sig vara fallet kan andra avvecklingssystemen de facto bli förhindrade från att erbjuda mellanhandstjänster vid gränsöverskridande avveckling, vilket gör systemet mindre effektivt. Giovannini-expertgruppen uppmanade de offentliga myndigheterna att överväga detta hinder och föreslå lämpliga lösningar.

Kommissionen föreslår att en expertgrupp tillsätts för att utförligare undersöka de skattefrågor som identifierats av Giovannini-gruppen och dem som lämnat synpunkter på kommissionens första meddelande om clearing och avveckling och som anses utgöra hinder för en väl fungerande gränsöverskridande avveckling. Expertgruppen borde ytterligare behandla och analysera sådana frågor, i syfte att rapportera om deras betydelse och om det kan finnas alternativa sätt att garantera de skatteintäkter som medlemsstaterna är berättigade till, samtidigt som alla finansiella institut i hela Europeiska unionen tillåts konkurrera på lika villkor.

Expertgruppen skulle även få i uppdrag att undersöka de olika förfarandena i medlemsstaterna i syfte att finna ut om dessa förfaranden kunde sammanjämkas med varandra i högre grad, så att mångfalden av olika bestämmelser, som bland annat ökar kostnaderna för gränsöverskridande avveckling, kunde elimineras eller väsentligt minskas.

Kommissionen skall ta resultaten av expertgruppens arbete under övervägande och använda dem som grund för en diskussion med skattemyndigheterna i medlemsstaterna, i enlighet med etablerad praxis om samråd på förhand i skattefrågor. Om det därefter anses att åtgärder på gemenskapsnivå är påkallade, skall kommissionen försöka lägga fram lämpliga förslag.

4. Konkurrenspolitik

En konsekvent tillämpning av konkurrenspolitiken är en del av kommissionens övergripande strategi på området för clearing och avveckling. Åtgärderna för att liberalisera och integrera de befintliga systemen och konkurrenspolitiken kompletterar varandra i strävan att skapa väl fungerande clearing- och avvecklingssystem i EU.

För den finansiella sektorn, inbegripet alla avslutningsverksamheter, gäller samma konkurrensregler som för alla andra ekonomiska sektorer i EU. Kommissionen har ett nära samarbete med de nationella konkurrensmyndigheterna i fall där både nationella och gränsöverskridande frågor måste bedömas, t.ex. vid påstådda fall av diskriminerande behandling av inhemska och utländska deltagare. Vidare kommer rådets förordning nr 1/2003[28], som börjar tillämpas i maj 2004, att ytterligare stärka samarbetet mellan nationella konkurrensmyndigheter och kommissionen vid verkställandet av konkurrensreglerna. Detta kommer att stärka den effektiva och enhetliga tillämpningen av artiklarna 81 och 82 i EG-fördraget och främja konkurrensen i den finansiella sektorn.

Jämsides med utvidgningen av deras verksamheter har det under senare tid förekommit exempel på gränsöverskridande konsolidering av clearing- och avvecklingssystem, som tidigare konsoliderats inom medlemsstaterna. Detta har inbegripit exempelvis

[28] Rådets förordning (EG) nr 1/2003 av den 16 december 2002 om tillämpning av konkurrensreglerna i artiklarna 81 och 82 i fördraget, EGT L 1, 4.1.2003, s. 1.

sammanslagning av nationella infrastrukturer (som värdepapperscentraler) med företag med en genuint gränsöverskridande inriktning (som internationella värdepapperscentraler).

Samtidigt som kommissionen förhåller sig neutral i frågan om vertikal eller horisontell konsolidering liksom i frågan om en eller flera infrastrukturer och om ägandeprofilen, ger en sådan utveckling, på samma sätt som i andra ekonomiska sektorer, där konsolideringen kan leda till att en dominerande ställning på marknaden skapas eller förstärks, anledning till farhågor beträffande konkurrensen. Hittills har de flesta sammanslagningarna i denna sektor inte överskridit tröskelvärdet i rådets förordning nr 4064/89[29], den s.k. koncentrationsförordningen, och därför inte anmälts till gemenskapens konkurrensmyndigheter.

Kommissionen skall fortsätta sin noggranna övervakning av sammanslagningar och förvärv i denna sektor. Dessutom måste befintliga och nya institut, om de har en dominerande ställning, uppfylla de särskilda skyldigheter som åläggs dem enligt artikel 82 i fördraget. Vidare skall avtal mellan leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster även övervakas i ljuset av artikel 81 i fördraget.

Allteftersom takten i konsolideringen av systemen ökar, växer rättigheterna och skyldigheterna för köparna och säljarna av tjänster i denna sektor. Vissa specifika frågor kan nämnas. Nedanstående bör dock inte uppfattas som en uttömmande lista över konkurrensproblem eller ett föregripande av situationer som kan uppstå i framtiden.

Tillhandahållande av tjänster och icke-diskriminerande tillträde I branschens nuvarande läge ägnas särskild uppmärksamhet åt iakttagandet av konkurrensreglerna då avtal eller samordnade förfaranden mellan företag, eller ett företags utnyttjande av sin dominerande ställning, begränsar konkurrensen på en särskild marknad. Vid sin bedömning kommer kommissionen att beakta de ekonomiska implikationerna och de effekter sådana förfaranden kan få antingen genom att öka eller begränsa effektiviteten och konkurrensen på den gemensamma marknaden.

Prissättning Kommissionen är inte en prisreglerande myndighet. Priserna bör bestämmas av marknaden, men denna princip har vissa begränsningar. Framför allt är ett dominerande företag enligt artikel 82 i EG-fördraget skyldigt att undvika att ”direkt eller indirekt påtvinga någon oskäliga inköps- eller försäljningspriser eller andra oskäliga affärsvillkor”[30] och att undvika ”att tillämpa olika villkor för likvärdiga transaktioner med vissa handelspartner, varigenom dessa får en konkurrensnackdel”[31].

Exklusivitetsavtal Termen ”exklusivitetsavtal” står för en mängd olika rättsliga situationer. Den kan uppfattas som inbegripande rättsakter och självreglering, liksom branschavtal. Konkurrensreglerna förbjuder inte exklusivitetsavtal som sådana. Artiklarna 81, 82 och 86 i EG-fördraget kan dock tillämpas på sådana avtal, särskilt i samband med utvecklingen av gränsöverskridande tjänster. Sådana bestämmelser på området för clearing och avveckling kan inkludera skyldighet att genomföra clearingen och avvecklingen i en viss infrastruktur, exklusivt utnyttjande av en anknuten central motpart etc. Däremot återspeglar ett icke-exklusivt avtal om att använda en viss infrastruktur helt enkelt marknadens rätt att välja tjänster från en central motpart eller ett avvecklingssystem. De medför därför inga särskilda problem. Då företag som kan ha en dominerande ställning, tack vare statliga åtgärder eller

---

29 Rådets förordning (EEG) nr 4064/89 av den 21 december 1989, EGT L 395, 30.12.1989, s. 1.

30 Artikel 82 a.

31 Artikel 82 c.

genom konsolidering, drar nytta av sådana avtal, måste särskild uppmärksamhet ägnas åt att se till artikel 82 i fördraget respekteras.

Kommissionen övervakar aktivt utvecklingen på marknaderna för clearing och avveckling. Samtidigt uppmanas tjänsteleverantörerna att vid utvecklingen av sin affärsverksamhet inta en föregripande ståndpunkt med avseende på konkurrensfrågorna och att på ett tidigt stadium försöka undvika potentiella konkurrensproblem.

SLUTSATSER

I detta meddelande formuleras de centrala policymål som kommissionen beaktat då den föreslagit framtida åtgärder på gemenskapsnivå. Det inkluderar en handlingsplan med de olika initiativ som måste tas för att skapa en integrerad, säker och effektiv miljö för clearing och avveckling i EU.

Kommissionen välkomnar synpunkter på alla aspekter av meddelandet från Europaparlamentet, rådet, Europeiska centralbanken, Ekonomiska och sociala kommittén, Regionkommittén, nationella lagstiftande och övervakande myndigheter, andra organisationer och sammanslutningar på europeisk och nationell nivå, marknadsaktörer, institutionella investerare, företag som tillhandahåller infrastruktur och alla andra berörda parter, senast den 30 juli 2004. Synpunkterna skall sändas till GD MARKT G1, Europeiska kommissionen, B-1049 Bryssel (e-post <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

Kommissionen uppmanar även Europaparlamentet och rådet att ge sitt stöd till den metod som beskrivs i detta meddelande.

Bilaga 1

Giovannini-hindren
Olika IT-plattformar och -gränssnitt
Begränsningar beträffande platsen för clearing eller avveckling
Olika nationella regler för åtgärder från företagens sida
Skillnader i tillgång till/tidsschema för slutgiltig avveckling under dagen
Svårigheter för tillträde på distans
Olika nationella avvecklingsperioder
Olika nationella öppettider/avvecklingsfrister
Olika nationella metoder för emittering av värdepapper
Begränsningar för lokaliseringen av värdepapper
Begränsningar för s.k. primary dealers och marknadsgaranter
Källskatteförfaranden som missgynnar utländska mellanhänder
Skatteuppbörden integrerad i avvecklingssystemen
Olika nationella rättsregler för värdepapper
Olika nationella rättsregler för värdepapper
Tillämpning av motstridiga lagregler

Bilaga 2: FÖRKLARINGAR AV TERMER OCH FÖRKORTNINGAR

Central motpart: den institution som sköter clearingen av en transaktion.

Clearing: de verksamheter som garanterar motparterna mot återanskaffningskostnadsrisken.

Leverantörer av clearing- och avvecklingstjänster: avvecklingssystem, centrala motparter, förvaringsinstitut och clearingmedlemmar.

Clearingmedlem: en mellanhand i förmedlingen av clearingtjänster.

Förvaringsinstitut: en mellanhand i förmedlingen av avvecklingstjänster.

Mellanhandsfunktion: tillhandahållande av direkt eller indirekt tillträde till emittent-avvecklingssystemet eller den centrala motpart med vilken en marknad har ingått vederbörligt avtal om clearing.

Investerar-avvecklingssystem: ett avvecklingssystem som fungerar som mellanhand.

Emittent-avvecklingssystem: det avvecklingssystem där värdepapper förvaras eller dematerialiseras.

Marknader: reglerade marknader och multilaterala handelsplattformar, enligt definitionen i ”förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument”.

Återanskaffningskostnad: den potentiella förlusten vid utebliven betalning från en motpart i en transaktion.

Clearing- och avvecklingssystem: alla institutionella arrangemang som krävs för att avsluta en värdepapperstransaktion.

Avvecklingssystem: alla institut, särskilt värdepapperscentraler, som utför funktioner före avveckling, vid avveckling och vid förvaring, förutom förvaringsinstitut.

Target: **T**rans-European **A**utomated **R**eal-Time **G**ross Settlement **E**xpress **T**ransfer System, det europeiska nätet för betalningssystem med omedelbar betalning utan föregående nettning, bestående av motsvarande nationella betalningssystem i de EU-länder som infört euron plus ECB:s betalningsmekanism.