



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 7.3.2012 г.  
SWD(2012) 23 final

**РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

**ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО**

*придружаващо документа*

**„Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета**

**относно подобряването на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз,  
относно централните депозитари на ценни книжа (ЦДЦК) и за изменение на  
Директива 98/26/ЕО”**

{COM(2012) 73 final}

{SWD(2012) 22 final}

# РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

## ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

*придружаващо документа*

**„Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета**

**относно подобряването на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз,  
относно централните депозитари на ценни книжа (ЦДЦК) и за изменение на  
Директива 98/26/ЕО”**

### **Въведение**

След всяка сделка с ценни книжа, която се извършва на фондова борса или извънборсово, следва етап на процеси след сключване на сделките, водещ до сетълмент на сделката, който представлява доставка на ценни книжа срещу пари в брой. Тези процеси обикновено се извършват от т.нар. „инфраструктури след сключване на сделката”, включително централните контрагенти (ЦК) в случай на *клиринг* и централните депозитари на ценни книжа (ЦДЦК) при *сетълмент*.

ЦДЦК са важни институции в етапа след сключване на сделката, тъй като те осигуряват по принцип регистрирането, съхранението и сетълмента на ценни книжа – последното чрез използването на т.нар. системи за сетълмент на ценни книжа. ЦДЦК играят важна роля и за пазара на обезпечения, особено за целите на паричната политика – почти всички допустими обезпечения за операции на паричната политика в ЕС (особено в еврозоната) преминават през системи за сетълмент на ценни книжа. През 2010 г. чрез системите за сетълмент на ценни книжа в ЕС е извършен сетълмент на сделки на стойност приблизително 920 трилиона евро, като в края на годината системите са държали ценни книжа за почти 39 трилиона евро.

Следователно ЦДЦК са от общосистемно значение за пазарите, в които те извършват дейност, и стават все по взаимнообвързани поради нарастването на трансграничните сделки в Европа; по някои изчисления трансграничната търговия представлява около една трета от всички сделки с ценни книжа на европейския пазар. ЦДЦК и процесите след сключване на сделките като цяло ще стават все по-тясно обвързани поради навлизането на Target2 Securities (T2S) — проект, стартиран от Евросистемата, който следва да осигури обща платформа за сетълмент на ценни книжа в Европа (планирано е T2S да започне работа през 2015 г.).

Пазарът на ЕС за услуги на ЦДЦК е силно разпокъсан, като съществуват над 30 ЦДЦК и два МЦДЦК (международни ЦДЦК – Clearstream Banking Luxembourg и Euroclear Bank). За сравнение в САЩ пазарът на ценни книжа се обслужва само от два ЦДЦК —DTC и FedWire.

### **Политически мандат и консултации със заинтересованите страни**

Службите на Комисията на ЕС работят повече от 10 години по проблемите на услугите след сключване на сделките. Тяхната работа беше подкрепена от резолюция на

Европейския парламент от 2003 г. относно консултация с Комисията по въпросите на клиринга и сетълмента, а през 2004 г. беше подробно изложена в Съобщение на Комисията до Съвета и Европейския парламент относно услугите по клиринг и сетълмент в ЕС.

Неотдавна политическа подкрепа беше заявена, като:

- В съвместно писмо от 8 юни 2010 г. канцлерът на Германия, г-жа Меркел, и президентът на Франция, г-н Саркози, приканиха председателя на Комисията, г-н Барозу, да разгледа възможността за хармонизиране на сроковете за сетълмент в Европа;
- Съветът по икономическите и финансовите въпроси от 2 декември 2008 г. подчерта необходимостта да се засили сигурността и стабилността на системите за сетълмент на ценни книжа и се съгласи, че е необходим законодателен акт на ЕС за отстраняване на правните пречки, свързани с услугите след сключване на сделките, включително пречките пред достъпа до ЦДЦК.

Съществува съгласие и в международен план по отношение на необходимостта от подходящи стандарти за ЦДЦК:

- Още през 2001 г. международните регулатори на банки и ценни книжа (КПСС — МОКЦК) приеха препоръки за системите за сетълмент, а през 2009 г. те бяха приети и от европейските регулатори (ЕСЦБ-ЕКРЦК);
- През октомври 2010 г. Съветът за финансова стабилност отново отправи призив за актуализиране на стандартите за изграждане на по-силни основни пазарни инфраструктури, включително ЦДЦК, и поиска преразглеждането и разширяването на съществуващите стандарти.

Службите на Комисията започнаха широки консултации със заинтересованите страни, в това число с регулаторни органи, ЦДЦК и участници в ЦДЦК. От 13 януари до 1 март 2011 г. беше проведено обществено допитване, в рамките на което се получиха 101 отговора.

### **Преглед на въпросите**

Въпреки че като цяло работата на ЦДЦК е сигурна и ефективна в рамките на националните граници, националните системи, чрез които се осъществяват процесите след сключване на сделките, работят и си обменят информация през граница по-трудно и по-неефективно, което означава, че при трансгранични инвестиции инвеститорите са изправени пред по-големи рискове и разходи. Например разходите за трансграничен сетълмент са до четири пъти по-високи спрямо националните разходи.

В доклада за оценка на въздействието са очертани три ключови въпроса: по-високи *рискове* и *разходи* за трансграничен сетълмент и неравнопоставени условия на конкуренция при услугите, предоставяни от ЦДЦК. Това е вследствие на няколко причини, описани накратко по-долу.

#### *Различни пазарни практики при организацията на сетълмент*

- a) Различни практики за дисциплина при сетълмента

Практиките се различават по отношение на това дали или как на различните пазари в ЕС се използват различни мерки за дисциплина при сетълмента — като насърчаване на ранния сетълмент, наблюдение на неуспешни сетълменти, стимули за своевременен сетълмент, глоби и задължения за изкупуване. Това води до увеличаване броя на неуспешни сетълменти при трансгранични сделки и създава условия за регулаторен арбитраж (особено в ситуация на конкуренция след влизането в действие на системата T2s).

Определенията за неуспешен сетълмент също се различават, което влияе върху способността на участниците на пазара, ЦДЦК или на регулаторите да разберат потенциалните рискове, да набележат мерки за смекчаване на риска и съответно да ги изпълняват особено в трансгранична среда.

Секторът предприема инициативи за хармонизиране на някои от тези пазарни практики, но отбелязваният напредък е сравнително бавен. Препоръките на ЕСЦБ-ЕКРЦК също включват определени принципи относно дисциплината при сетълмента, но за голяма част от мерките не съществува план за прилагане.

#### б) Различни срокове на сетълмент

Сетълментът на повечето сделки с ценни книжа не става незабавно, а обикновено няколко дни след датата на сключване на сделката; сетълментът на повечето ценни книжа в Европа се извършва на деня  $t + 3$  или  $t + 2$ , т.е. три или съответно два дена след деня на сделката. Различните срокове на сетълмент създават редица проблеми при трансгранични сделки: а) допълнителен оперативен *риск*, б) увеличени *разходи* за финансиране, например за инвеститорите, които купуват ценни книжа на пазар със срок на сетълмент  $t + 2$  и ги продават на пазар със срок на сетълмент  $t + 3$ , и в) *затрудняване на корпоративни действия*, пораждайки объркване относно кои инвеститори имат право на дивиденди. По-дългите срокове на сетълмент пораждат несигурност за инвеститорите и повишен риск от контрагента.

През 2009 г. под егидата на службите на Комисията беше сформирана работна група за хармонизиране на циклите на сетълмента, председателствана от представители на сектора, чиято задача беше да оцени необходимостта от хармонизация в тази област и как това да стане по най-добрия начин. Групата препоръча хармонизиране на срока на сетълмент на  $t + 2$ .

#### *Различни правила за ЦДЦК*

ЦДЦК в ЕС са регулирани на национално равнище и държавите-членки са възприели различни практики. Например някои страни не допускат техните ЦДЦК да извършват банкови дейности, докато в други държави ЦДЦК могат да предоставят определени банкови услуги, което води до допълнителен риск в работата на ЦДЦК.

Препоръките на ЕСЦБ-ЕКРЦК предоставят на надзорните органи насоки за оценка на сигурността, стабилността и ефикасността на ЦДЦК, но тези насоки са от общ и незадължителен характер.

Различните правила, съчетани с описаните по-долу пречки пред достъпа, водят до *разпокъсаност* на пазара на ЕС за услугите след сключване на сделката. В резултат на тази фрагментация при трансграничен сетълмент на сделките се разчита на сложни

вериги на прехвърляне на собствеността на ценните книжа, което се отразява на *сигурността* и *ефикасността* на тези сделки. Липсата на ефективност води до по-високи разходи за трансграничен сетълмент спрямо националния сетълмент, както и до по-високи оперативни разходи и разходи за финансиране за инвеститорите, които не са в състояние да инвестират активите си в пакет с една и съща ликвидност.

Различните правила и препятствията пред достъпа допринасят за възникването на *виртуални монополи*, от които се възползват националните ЦДЦК — поне за някой вид услуги и ценни книжа, като например нотариални услуги за капиталови инструменти.

### *Препятствия пред достъпа до ЦДЦК*

#### а) Достъп на емитенти до ЦДЦК

Свободата на даден емитент да избере свой ЦДЦК все още е ограничена в много държави-членки, най-вече що се отнася до капиталовите инструменти. Това допринася за *липса на конкуренция* между ЦДЦК и до *разпокъсаност* на пазара на ЕС, с всички описани по-горе последствия.

#### б) Достъп между ЦДЦК и между ЦДЦК и други пазарни инфраструктури

В условията на нарастваща трансгранична търговия ЦДЦК и другите пазарни инфраструктури (като местата за търговия и ЦК) трябва да имат достъп помежду си, за да се конкурират при равни условия. Тези права на достъп не са гарантирани от законодателството на ЕС или от националното законодателство.

Европейските сдружения на ЦДЦК, борсите и ЦК подписаха през 2006 г. правила за поведение, с които се определят някои общи принципи в това отношение, но те се прилагат на доброволна основа и само по отношение на капиталовите инструменти.

### **Правно основание за действие от страна на ЕС**

От гледна точка на принципа на субсидиарност изглежда уместно да се предприемат действия на равнището на ЕС поради следните причини:

- Определените по-горе проблеми засягат основно трансгранични въпроси. Поради това ефикасността на решенията, изпълнявани по независим и некоординиран начин от отделните държави-членки, вероятно би била незначителна в трансграничен аспект;
- Общосистемният характер на ЦДЦК и тяхната нарастваща взаимнообвързаност в Европа налага координирани действия;
- Някои аспекти на установените проблеми са залегнали в съществуващите *достигания на правото на ЕС*, а именно Директивата относно финансовите обезпечения и Директивата относно окончателността на сетълмента, Директивата за пазара на финансови инструменти и Директивата за капиталовите изисквания (ДКИ). Всяко ново предложение ще трябва да се съчетае много добре с тези мерки на ЕС. Това може да бъде постигнато най-добре в резултат на общи усилия.

### **Цели**

Целта на настоящата оценка на въздействието е да се проучи възможността за намиране на решения на равнището на ЕС на изложените по-горе проблеми. Стратегическите цели са повишаване на сигурността и ефективността и осигуряване на равни условия за трансграничните услуги, предоставяни от ЦДЦК. В доклада също така са набелязани конкретни оперативни цели:

- (1) Подобряване на рамката за сетълмент – посредством (1.1) подобряване на дисциплината при трансграничен сетълмента и (1.2) хармонизиране на сроковете за сетълмент;
- (2) Въвеждане на еднакви правила за ЦДЦК в цяла Европа – чрез хармонизиране на (2.1) правната уредба за лицензиране, (2.2) пруденциалните и организационните правила и (2.3) режимите за издаване на разрешителни за ЦДЦК и за контрола върху тях;
- (3) Премахване на препятствията пред достъпа до/на ЦДЦК — това се отнася както за точка (3.1) достъп между емитентите и ЦДЦК, така и за точка (3.2) достъп между самите ЦДЦК и между ЦДЦК и другите пазарни инфраструктури.

### **Вариант на политика(и) и инструмент(и)**

В оценката на въздействието са набелязани и се анализират някои варианти на политика за всяка оперативна цел, които са сравнени спрямо *съществуващото положение*.

(1.1) Относно дисциплината при трансграничен сетълмент бяха разгледани следните варианти: секторът да поеме допълнителни ангажименти да въведе общи принципи за извършване на сетълмент, като препоръча прилагането на стандартни процеси за дисциплината при сетълмент, или да въведе мерки, насочени към цялата верига от процеси пред и след сключване на сделката. Беше предпочетен вариантът за въвеждане на задължителни общи принципи на равнище ЕС, тъй като той насърчава стандартизирането и сигурността, но позволява нововъведения и гъвкавост в условията на променяща се пазарна среда. Този вариант е предпочитан и от работната група по хармонизиране на сетълмента на ценни книжа.

(1.2) Относно сроковете на сетълмент бяха разгледани варианти за срокове от  $t + 1$ ,  $t + 2$  и  $t + 3$ . В съответствие със заключенията на работната група по хармонизиране на сетълмента на ценни книжа вариантът за срок от  $t + 2$  изглежда има повече предимства, тъй като той намалява риска от контрагента и изискванията за обезпечение и насърчава по-голяма автоматизация; това са текущи ползи, докато разходите за прилагане от участниците на пазара са еднократни и са само незначително по-високи спрямо разходите при хармонизация на базата на срок от  $t + 3$ .

(2.1) Относно правната уредба за лицензиране в доклада са сравнени взаимното признаване на услугите, предоставяни от ЦДЦК в ЕС, и издаване на лиценз (и паспорт) на ЕС. Лицензът (и паспорт) на ЕС беше избран като най-добър начин за постигане на равнопоставеност и конкуренция между ЦДЦК. Това е в съответствие с мнението на голяма част от запитаните по време на обществената консултация, въпреки че мненията се различават по отношение на обхвата на лиценза, а именно дали лицензът следва да включва банкови услуги, при които ЦДЦК поема основния риск.

По отношение на банковите услуги в доклада се прави сравнение между интегриращ модел, при който ЦДЦК предоставя някои банкови услуги, които подлежат на по-строги изисквания от предвидените в ДКИ (например пълно обезпечение на кредита), и разделящ модел, при който тези банкови услуги се предоставят от отделна кредитна институция, без ограничение върху обхвата на дейността, но подлежат на същите пруденциални изисквания. Беше избран разделящият модел, тъй като той намалява вероятността рискът от банковите дейности да се разпространи върху другите дейности на ЦДЦК и по този начин се гарантира, че ЦДЦК са с нискорисков профил, който е подходящ за подобни инфраструктури, които са от значение за цялата система. Изглежда, че изключителните ползи от този модел не могат да бъдат засенчени от разходите по прилагането на тази мярка, които са предимно правни разходи и разходи по сделката за учредяването на отделно юридическо лице и преговаряне на съществуващи договори.

(2.2) Относно пруденциалните правила в доклада се разглеждат два основни варианта за въвеждане на тези правила: чрез възприемането на общи принципи в законодателството на ЕС, с помощта на подробни технически стандарти, разработени от ЕОЦКП в сътрудничество с ЕСЦБ, или чрез включването на подробни общи правила в законодателството. В съответствие с мненията на участниците беше избран първият вариант, защото той позволява: гъвкавост в приспособяването на подробните мерки към пазарните условия, б) по-добро съответствие с международните стандарти и в) участие на ЕСЦБ при определянето на подобни мерки – това е важно за управлението на регулаторната тежест за ЦДЦК, тъй като използваните от тях системите за сетълмент са под надзора на централните банки.

(2.3) Относно рамката за издаване на разрешително и за надзора над ЦДЦК в доклада се разглеждат следните варианти: издаване на разрешително/упражняване на надзор над ЦДЦК на национално равнище с участието на органите на другите държави-членки, където това е приложимо; издаване на разрешително/упражняване на надзор с участието на ЕОЦКП; комбинация от тези два варианта или издаване на разрешително/упражняване на надзор от ЕОЦКП. Беше избран вариантът за комбинация между издаване на разрешително/упражняване на надзор над ЦДЦК на национално равнище с участието на органите на другите държави-членки и на ЕОЦКП, тъй като позволява на органите да участват пряко в издаването на разрешително и надзора над ЦДЦК с трансгранични дейности по гъвкав начин, който не поражда ненужна регулаторна тежест върху по-малките ЦДЦК, като едновременно се гарантира известна стандартизация на това сътрудничество за по-големите ЦДЦК.

(3.1) Въвеждането на право за емитентите да емитират ценни книжа чрез ЦДЦК по техен избор допринася за отварянето на пазара вследствие от въвеждането на лиценз на ЕС. За това способства и задължението ценните книжа, допуснати за търговия на регулиран пазар, да бъдат регистрирани в безналична форма, което също така ще повиши ефективността на сетълмента и ще улесни съкращаването на сроковете на сетълмент, тъй като безналичните ценни книжа се доставят много по-лесно от ценни книжа на хартиен носител. Въздействието върху няколко пазари, на които все още се използват ценни книжа на хартиен носител, може да бъдат смекчено, като се определи начална дата на прилагане, за да могат тези пазари да адаптират дейността си.

(3.2) Важно е правата на достъп между ЦДЦК и между ЦДЦК и другите пазарни инфраструктури да бъдат част от лиценза на ЕС.

Много от тези варианти на политика са взаимосвързани. Общите резултати могат да бъдат:

- В краткосрочен план повече конкуренция между ЦДЦК, като се очаква това да окаже положително въздействие върху качеството и таксите за трансграничните услуги. Това може да доведе до незабавни ползи за емитентите, но ползите от по-ниските разходи за инвеститорите вследствие на по-ниските такси за ЦДЦК може да бъдат спорни, ако в резултат на конкуренцията се засили разпокъсаността на пазара в краткосрочен план;
- В средносрочен до дългосрочен план по-голямо консолидиране на пазара и по-малка разпокъсаност (по-кратки трансгранични вериги на прехвърляне на собствеността на ценните книжа), което ще доведе до по-нисък риск и разходи при трансграничен сетълмент. Това може да намали разходите за инвеститорите по цялата верига след сключване на сделката;
- Като цяло предложените политики биха могли да подобрят способността на емитентите да привличат капитали и способността на инвеститорите да инвестират средствата си по-рентабилно и в по-сигурни активи, което ще доведе до ползи за цялата икономика.

Трудно е тези ползи да бъдат количествено оценени. В проекта на работен документ на службите на Комисията от 2006 г. относно услугите след сключване на сделката се посочват някои оценки, основаващи се на разликите между разходите за трансграничните и националните сделки и между сделките на европейските и американските пазари (данните са извлечени от наличните по това време изследвания, предимно за периода 2001—2004 г.):

- общи разходи в размер между 2 млрд. и 5 млрд. евро за инвеститорите за достъп до услуги след сключване на сделките;
- приблизително 700 млн. евро допълнителни икономии на разходи от пазарна консолидация.

Тези данни показват размера на ползите, но вероятно от днешна гледна точка потенциалните ползи от законодателството са надценени, тъй като разликата между разходите за трансгранични и национални сделки е намаляла, а се очаква след въвеждането на системата T2S те да намалеят още повече.

С оглед на предпочитаните варианти и на необходимостта да се гарантира, че законодателната рамка се прилага еднакво в целия ЕС, изготвянето на регламент бе сметено за най-подходящия инструмент на политика за постигане на желаните цели.

### **Мониторинг и оценка**

Последващата оценка на всички политики е главен приоритет за Комисията, тъй като пазарът се променя непрекъснато. Оценката ще провери по-специално дали мерките са все още ефикасни и ефективни спрямо описаните по-горе цели. Докладът предлага рамка за мониторинг и оценка, която съчетава редовен мониторинг от ЕОЦКП, изследвания на сектора и външни проучвания. В доклада се предлага и мониторинг на други области, в които бяха констатирани проблеми, но понастоящем не се предвижда

намеса от страна на ЕС, като например вътрешно извършване на сетълмент извън установени и нотифицирани системи за сетълмент.