

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs Udtalelse om »Finansiell integration: Børsmarkederne«

(2008/C 162/25)

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg besluttede den 16. januar 2007 under henvisning til forretningsordenens artikel 29, stk. 2, at udarbejde en udtalelse om:

»Finansiell integration: Børsmarkederne«

Det forberedende arbejde henvistes til Den Faglige Sektion for Den Økonomiske og Monetære Union og Økonomisk og Social Samhørighed, som udpegede Jochen LEHNHOFF til ordfører. Sektionen vedtog sin udtalelse den 24. januar 2008.

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg vedtog på sin 442. plenarforsamling af 13. og 14. februar 2008, mødet den 13. februar 2008, med 103 stemmer for, 4 imod og 9 hverken for eller imod, følgende udtalelse:

1. Konklusioner og henstillinger

1.1 Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg henstiller til EU-institutionerne at gøre langt mere end hidtil for at forklare EU's borgere fordelene ved harmoniserede lovgivningsrammer for værdipapirhandel. Derved kan man bekæmpe den udbredte praksis med at begrænse investeringer til det respektive hjemmemarked («home bias»), der fortsat kan konstateres.

1.2 I forbindelse med den efterfølgende evaluering af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, der blev bebudet i hvidbogen for politikken for finansielle tjenesteydelser⁽¹⁾, henstiller udvalget til Kommissionen at være særligt opmærksom på, om de mange ændringer af de grundlæggende EU-bestemmelser vedrørende børser og andre handelssteder fremmer en hensigtsmæssig integration af de europæiske børsmarkeder og letter grænseoverskridende kapitalanbringelse.

1.3 Man bør især se på virkningerne af direktivet om markeder for finansielle instrumenter⁽²⁾, prospektdirektivet⁽³⁾ og gennemsigtighedsdirektivet⁽⁴⁾, der alle indgår i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, samt igangværende tiltag for at lette grænseoverskridende afviklinger af transaktioner i finansielle instrumenter (i dette tilfælde især gennemførelse af infrastrukturoperatørers frivillige forpligtelse under adfærdskodeksen for clearing og afvikling og Den Europæiske Centralbanks bestræbelser på at indføre en ensartet europæisk platform for clearing og afvikling («Target2/Securities».)

⁽¹⁾ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm

⁽²⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, EUT L 145 af 30.04.2004, s. 1-44.

⁽³⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, EUT L 345 af 31.12.2003, s. 64-89.

⁽⁴⁾ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere.

1.4 Udvalget anser det for nødvendigt, at man afventer denne evaluering, inden man griber til yderligere eller supplerende skridt til at fremme integrationen. Hvis EØSU finder det nødvendigt, vil udvalget vende tilbage med forslag til, hvordan man kan komme videre med integrationen af børsmarkederne.

1.5 I meddelelsen fra 2005 om industripolitik⁽⁵⁾ bebudes syv tværgående aktiviteter, der skal være med til at indføre sektorspecifikke initiativer. Udvalget mener, at listen over tværsektorielle foranstaltninger også bør omfatte effektive finansmarkeder, der til en rimelig pris er tilgængelige for europæiske virksomheder, især små og mellemstore virksomheder. Finansmarkedsdirektivet har som mål, at finansmarkedet skal fungere bedre. På grund af de virkninger, der er forbundet med finansmarkederne, er det dog aldeles nødvendigt med en omfattende diskussion af, hvilken rolle disse finansmarkeder spiller for fremme af den europæiske konkurrenceevne. Udvalget beklager, at midtvejsevalueringen af industripolitikken⁽⁶⁾ ikke lægger op til en sådan debat.

Man skal især se på børsopretning, da det er af central betydning for markedsekonomien. I den forbindelse er det især vigtigt at se på bevægelsen af kapital fra suveræne udstedere og statsobligationer fra vækstøkonomier eller lande, som råder over mange naturressourcer, især når deres investeringsandel på børsmarkederne er usædvanligt høj, som tilfældet er på London Stock Exchange, hvor fonde fra Dubai og Qatar i dag sidder på 48 % af værdipapirerne. Generelt bør Kommissionen samarbejde med medlemsstaterne og tilsynsmyndighederne om at øge gennemsigtigheden i disse fonde, forstå deres baggrund og sikre, at der ikke ligger nogen politiske motiver bag. EØSU vil principielt »opfordre Kommissionen til hurtigst muligt at fremlægge et lovforslag om skærpede krav til institutionelle investorers informationspligt med hensyn til deres investeringspolitik og stemmeafgivning.«⁽⁷⁾

⁽⁵⁾ KOM(2005) 474 endelig: »Gennemførelse af Fællesskabets Lissabonprogram: Politiske rammer til styrkelse af fremstillingsindustrien i EU — mod en mere integreret industripolitisk strategi«.

⁽⁶⁾ KOM(2007) 374, »Midtvejsevaluering af industripolitikken«.

⁽⁷⁾ ECO/202 — Økonomiske og sociale konsekvenser af tendenser på de finansielle markeder — CESE 1262/2007 — EUT 2008/C 10/23 og INT/332 — Revision af det indre marked — CESE 89/2007 — EUT 2007/C 93/06.

2. Argumenter til støtte for udtalelsen

2.1 Opfordringen til at udarbejde en udtalelse

2.1.1 Den finansielle integration er et elementært led i den Europæiske Økonomiske og Monetære Union. Siden euroens indførelse er integrationen af det europæiske finanssystem blevet et vigtigt mål. De fleste undersøgelser peger samstemmende på, at denne integration har en klart positiv indvirkning på den europæiske økonomi.

2.1.2 I lyset af de store fordele, den finansielle integration i EU har for hele økonomien, kræver den nuværende situation, der er præget af utilstrækkelig integration af en række markedssegmenter, at alle deltagere giver et klart tilsagn om, at denne proces skal fuldføres.

2.1.3 Skabelsen af integrerede, konkurrencedygtige og effektive finansmarkeder er et centralt element i det indre marked og Lissabon-målene, og betyder, at fordelene ved vækst og arbejdspladser kan udnyttes fuldt ud.

2.1.4 Alle finanscentre varetager vigtige samfundsøkonomiske funktioner. På grund af børsernes centrale rolle på de nationale finansmarkeder sidestilles de ofte med offentlige institutioner af national betydning. Den europæiske børsssektor er domineret af traditionelle og hyppigt nationale aktører. Trods visse børssammenlægninger og -alliancer er dette marked fortsat opsplittet i en halv snes forskellige finanscentre. Begrænsninger og konflikter som følge af en konkret geografisk beliggenhed undgås imidlertid ved, at transaktionerne foregår elektronisk.

2.1.5 Den finansielle integration er først og fremmest en markedsbaseret proces, selv om et effektivt samspil mellem markeds kræfter og offentlige tiltag også er påkrævet. Desuden må statslige myndigheder også i EU være fast besluttet på at styrke integrationsprocessen. Her efterlyses især de nationale og europæiske myndigheders faste vilje til at bruge lovgivning og regelværk, der er fastlagt med henblik på at fremme integrationen af det indre marked og finansiell stabilitet.

2.1.6 Betydningen af de europæiske børser som kilde til finansiering af virksomheder er vokset med tiden, nogle gange spektakulært. Et veludviklet børsmarked vil således øge de aggregerede investeringer og mindske omkostningerne. Børsmarkedet kan yde et vigtigt bidrag til at sikre ekstra ressourcer udefra. Den finansielle sektor er derfor også vigtig, fordi den sikrer tildeling af ressourcer, der skaber vækstmuligheder i andre dele af økonomien at vokse yderligere.

2.1.7 De vidt forskellige nationale bestemmelser på finansmarkedet udgør en hindring. Børssammenlægninger alene — som strategiske aspekter af en finansiell tilpasning — er ikke nok til at opfylde reguleringsmæssige krav om ordnet harmonisering.

2.1.8 Hvad angår værdipapirmarkedet, herunder markedet for obligationer og aktier, er det yderst vigtigt at videreføre integrationen af infrastrukturer til clearing og afvikling. Antallet af utilstrækkeligt integrerede clearing- og afviklingsystemer er fortsat højt.

2.1.9 På et tidspunkt, hvor den monetære union faktisk beforder en fælleseuropæisk procedure for værdipapirstyring, befinder de kontinentale europæiske børser sig i den paradoksale situation, at de trods digitalisering stadig bebyrdes med høje transaktionsomkostninger. Denne modsigelse skyldes hovedsagelig de fortsat alt for høje omkostninger ved grænseoverskridende transaktioner.

2.2 Generelle bemærkninger — De europæiske børsmarkeder

2.2.1 Værdipapirbørser gør det muligt at få udbud og efterspørgsel til at mødes via finansielle instrumenter (dvs. at børsen har en markedsfunktion). Fra en investors synsvinkel giver børser mulighed for at købe og sælge finansielle instrumenter. For virksomheder er børserne en vigtig forudsætning for at kunne rejse både egen- og fremmedkapital. Ved siden af bankers kreditfinansiering er børsmarkederne det centrale element i finansieringen af iværksætteri. Uden en velfungerende børshandel vil mulighederne for placering af nye finansielle instrumenter være yderst begrænsede. Skabelsen af et egentligt europæisk børsmarked kan betyde nye muligheder for finansiering af virksomhedernes aktiviteter gennem emission af værdipapirer. Dette gælder også, og især, for virksomheder i lande, som hidtil kun har kunnet fremvise en børshandel med ringe likviditet, således at emissioner kun i begrænset omfang har kunnet gennemføres med succes. Desuden skulle et europæisk børsmarked kunne bidrage til, at investorer går bort fra, som det stadig ofte er tilfældet, udelukkende at koncentrere deres forretninger på hjemmemarkedet og dermed i stedet kan drage fordel af væksten i det samlede europæiske rum.

2.2.2 Samtidig må man alt i alt konstatere, at virksomhederne kun anbringer en ringe del af deres investeringer (faste bruttoinvesteringer) på børsmarkederne. Også nettoudstedelse af aktier i USA er faldende og foregår slet ikke i euroområdet. At dette tal ikke svinger, kan ikke forklares med et forskelligt antal børsnoterede virksomheder. Det kan imidlertid forklares med det faktum, at virksomhederne gennem aktietilbagekøb skaffer sig af med egne aktier for at opnå et højere afkast på deres aktier — den vigtigste indikator på finansmarkederne.

2.2.3 For at børserne kan varetage deres offentlige opgave, kræves to ting: a) Der skal være tale om en transaktion (dvs. handel) og b) det finansielle instrument skal udveksles med sin monetære ækvivalent (dvs. clearing og afvikling) ⁽⁸⁾. Også selv om begge forudsætninger kræves opfyldt, for at en børs kan fungere, er handel og afvikling dog klart forskellige operationer,

⁽⁸⁾ Der ofte betegnes som »clearing og afvikling«.

der rent faktisk også finder sted på forskellige tekniske platforme. Handelen bliver organiseret af børserne selv, mens afviklingen foregår via centrale modparter og såkaldte værdipapircentraler. Disse fungerer som værdipapircentraler og gennemfører også overførsler af dematerialiserede værdipapirer ⁽⁹⁾.

2.2.4 I hver medlemsstat findes der mindst en værdipapirbørs ⁽¹⁰⁾. Hertil kommer multilaterale handelssystemer, der ligesom børsmarkeder sammenfører købs- og salgsordrer gennem finansielle instrumenter og internaliserende virksomheder, som afslutter handler direkte med deres klienter. Clearing og afvikling foregår overvejende via nationale værdipapircentraler, som i de respektive lande har en monopolstilling, hvad angår bestemte tjenesteydelser.

2.2.5 Det store antal handelssteder skal ikke i sig selv ses som en ulempe for det europæiske kapitalmarked. Tværtimod: Effektiv konkurrence mellem handelssteder bør som regel indebære lavere transaktionsafgifter for investorer i en markedsøkonomi. Det er derfor rigtigt, at finansmarkedsdirektivet ⁽¹¹⁾ søger at styrke konkurrencen mellem handelssteder ⁽¹²⁾.

2.2.6 Konkurrencen mellem handelssteder kan kun fungere, hvis de europæiske børser overhovedet har en praktisk mulighed for at konkurrere med hinanden. En hindring for den hidtidige konkurrence var den såkaldte »concentration rule«, der fandtes i flere medlemsstater, og ifølge hvilken alle ordrer skulle lægges på regulerede markeder — som regel de lokale børser. Muligheden for en sådan national bestemmelse er bortfaldet med finansmarkedsdirektivet. I betragtning af børsernes historie som rent nationale institutioner kan det fortsat være en hindring for den europæiske konkurrence, at de enkelte børser kun kan tilbyde et begrænset nationalt udbud af finansielle instrumenter, der kan handles. Konkurrence er umuligt, hvis f.eks. en tysk børs ikke kan handle med franske finansinstrumenter.

2.2.7 Ved at kaste et blik på de finansinstrumenter, som handles på de store europæiske børser, ser man imidlertid, at der — bortset fra nogle potentielle retlige barrierer — ikke findes nogen væsentlige hindringer for konkurrence mellem handelssteder. Således bliver f.eks. over 13.000 udenlandske finansielle instrumenter handlet på tyske børser ⁽¹³⁾. Selv om sammenlignelige tal for andre børser ikke er tilgængelige, viser dette eksempel klart, at betingelserne er til stede for en effektiv konkurrence mellem handelssteder. Alle nationale lovhindringer bliver mindre vigtige med gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenester. Således bliver det med prospektdirektivet muligt at markedsføre finansielle instrumenter i hele Europa ved hjælp af et enkelt prospekt. Direktivet for finansmarkedsinstrumenter harmoniserer ikke kun kravene om beskyttelse af investorer, men også bestemmelserne om drift af og handel på børser og andre handelssteder. Endelig standardiseres information om kapitalmarkeder med gennemsigthedensdirektivet. Det

⁽⁹⁾ Disse centraler har også andre opgaver i forbindelse med opbevaring af værdipapirer, f.eks. erhvervsaktiviteter.

⁽¹⁰⁾ En liste over de enkelte børser findes i oversigten over de regulerede markeder (EUT C 38 af 22.2.2007).

⁽¹¹⁾ Direktiv 2004/39/EF (EUT L 145 af 30.4.2004, s. 1).

⁽¹²⁾ Jf. begrundelse 34 og bestemmelserne om markeds gennemsigthed i artikel 27 ff. i finansmarkedsdirektivet.

⁽¹³⁾ Kilde: Deutsche Börse Info Operation, Total Turnover Foreign Shares, marts 2007 www.deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/listing/50_Reports_and_Statistics/60_Order_Book_Statistics/INTEGRATE/statistic?notesDoc=/maincontent/Monatsstatistik+auslaendischer+Aktien&expand=1

er nu op til EU-institutionerne at vurdere de konkrete virkninger af de nye grundlæggende lovmæssige betingelser og korrigerer eventuelle fejludviklinger. Målene i handlingsplanen for finansielle tjenester, især den grænseoverskridende tilrettelæggelse af finansielle markeder, vil i den forbindelse udgøre en målestok.

2.2.8 Man kan spørge, om konkurrencen mellem børser om kvalitet ikke bringer prisfastsættelsesmekanismerne i fare (og derved den offentlige drift af børserne), og hvorvidt dette kan modvirkes gennem en nøje fremme af konsolideringer. Umiddelbart forekommer det nærliggende på grund af fordelingen af likviditet over en lang række forskellige handelssteder. Deraf følger imidlertid ikke nødvendigvis, at prisdannelsen er af ringere kvalitet, blot fordi der er så mange handelssteder i Europa. Handelsmekanismer som f.eks. arbitragehandel skaber her en modvægt. Desuden har handelsstederne siden den 1. november 2007 været genstand for omfattende harmoniserede krav om gennemsigtighed før og efter handlen (finansmarkedsdirektivet, artikel 27 ff). Det skal sikre sammenlignelige priser på forskellige handelssteder og modvirke den førnævnte fragmentering. Såfremt dette kan ses kort efter finansmarkedsdirektivets gennemførelse i medlemsstaterne, synes dette tiltag at fungere. Datastrømme fra ikke-børsbaserede transaktioner bliver f.eks. af Project Boat — et konsortium af ni investeringsbanker — offentliggjort og af store finansinformationstjenester konsolideret med data fra børser og multilaterale handelssystemer. Derved sikres en gensidig indflydelse på handelsstedernes priser. Konsolideringer på børseniveau er ikke nødvendige for at fremme likviditeten.

2.2.9 Beslutninger for eller imod sammenlægninger eller overtagelser er således — som også kommissionsmedlem Charlie McCreedy understreger — nemlig kun erhvervsøkonomiske beslutninger truffet af børsselskaberne og bør derfor være rent markedsbaserede. Fra en politisk vinkel er det eneste vigtige spørgsmål, hvorvidt der juridisk er noget til hinder for sammenlægninger eller overtagelser, og i hvilket omfang hindringerne i så tilfælde kan fjernes.

2.2.10 Fusioner og overtagelser blandt handelssystemernes operatører er underlagt samme lovmæssige forhindringer, som gælder for enhver anden fusion og overtagelse under selskabslovgivningen. Aktuelle eksempler som f.eks. London-børsens planlagte overtagelse af Borsa Italiana og fusionen af New York-børsen og Euronext demonstrerer, at dette også gælder uden for det europæiske retsrum.

2.2.11 Etableringen af en fælles europæisk handelsplatform kan imidlertid medføre særlige lovgivningsmæssige vanskeligheder. Blandt hindringerne kan nævnes forskelle i godkendelseskrav og handelspraksis, i skattebestemmelser og i regnskabsregler ⁽¹⁴⁾. En detaljeret analyse — i kølvandet på vedtagelsen af finansmarkedsdirektivet og prospektdirektivet — af disse

⁽¹⁴⁾ McAndrew/Stefanadis, Current Issues in Economics and Finance (Federal Reserve Bank of New York), June 2002, 1, 3 f.

hindringers betydning er endnu ikke blevet udført. Der er imidlertid god grund til at sætte spørgsmålstegn ved, om disse hindringer i praksis er så alvorlige, at de ikke kan ryddes af vejen. Det bekræftes af den vellykkede fusion af børshandelsystemerne i Amsterdam, Bruxelles, Paris og Lissabon under Euro-next og sammenlægningen af de baltiske og nordiske børser i OMX Nordic. Ydermere står det klart, selv forholdsvis kort tid efter finansmarkedsdirektivets vedtagelse, at børserne fremover vil møde stadig hårdere konkurrence fra multilaterale handelssystemer, som med et europæisk pas kan operere i alle medlemsstater. Eksempler herpå er det løbende »Turquoise«-initiativ, som syv investeringsbanker har sat i gang, og Chi-X-plattformen, som blev startet i marts 2007 i London af Chi-X Europe Limited. En stærkere integration af de europæiske børser er ikke kun muligt, men bør allerede have fundet sted inden for den nærmeste fremtid ⁽¹⁵⁾.

2.2.12 Fremme af børsmarkedernes integration må imidlertid ikke misforstås som værende en opfordring til at koncentrere handels- eller clearing- og afviklingssteder på **én enkelt** kommerciel fælleseuropæisk platform. Man må ikke glemme, at de nye handelsplatforme uden for børserne ligesom de etablerede børser er virksomheder, hvis mål er at opnå overskud, og at en monopoldannelse vil skabe ringere betingelser for udstedere og investorer ⁽¹⁶⁾.

2.2.13 EØSU henstiller derfor, at EU-institutionerne undersøger alternative måder, hvorpå integration kan fremmes gennem konkurrence, hvis koncentrationen af børser skulle føre til, at adgangen i afgørende grad vanskeliggøres for små og mellemstore virksomheder, der er aktive regionalt. Man må ikke se bort fra, at det for små og mellemstore virksomheder ofte er lettere at få adgang til en regional børs end til de store europæiske børser. Gennem den nære lokale forbindelse via en regional børs er regionale investorer således lettere at påvirke. Den forventede konkrete udvikling bør derfor vurderes grundigt for at se, om de små og mellemstore virksomheders adgang til børserne er blevet gjort vanskeligere. Hvis det er tilfældet, kan en løsning være etableringen af en eller flere ikke-offentlige børser, der især skal varetage de små og mellemstore virksomheders interesser.

3. Særlige bemærkninger — Clearing og afvikling på børsmarkederne

3.1 Det er ikke så meget børsernes traditionelle regionale orientering, der almindeligvis betragtes som den største hindring for en mere effektiv europæisk børstruktur, men de forskellige afviklingssystemer i Europa. Disse systemer bliver overvejende fragmenteret nationalt, og det gør grænseoverskridende afvikling

og betaling af børstransaktioner vanskeligere og dyrere. (Når det er sagt, udgør afviklings- og betalingsordningerne for rent nationale værdipapirtransaktioner ofte meget effektive og billige løsninger, som ikke må ødelægges som følge af konsolidering.) En række nøgleinitiativer er allerede blevet iværksat for at få bugt med denne fragmentering og derved sikre et mere effektivt system for afvikling og betaling i Europa.

3.2 Hindringerne for effektive afviklings- og betalingsordninger for børstransaktioner er blevet kortlagt og analyseret i Giovannini-rapporterne ⁽¹⁷⁾. Der er især tale om nationale forskelle, hvad angår *tekniske standarder og markedspraksis* og *skatte- og lovgrundlag* ⁽¹⁸⁾. For det første bliver der i øjeblikket via infrastrukturoperatører og markedsdeltagere (især bankerne), som koordineres af Europa-Kommissionen, søgt efter løsninger i Clearing und Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (CESAME) ⁽¹⁹⁾. Ensartet praksis, f.eks. fælles offentlige fridage, hvor afviklingssystemerne er lukket, er i stor udstrækning allerede indført, mens man i øjeblikket arbejder på at sikre yderligere standardisering, f.eks. af afvikling og betaling af selskabsretlige rettigheder.

3.3 Tekniske standarder og markedspraksis kan desuden i vidt omfang harmoniseres, hvis en aktuel plan om at etablere en fælleseuropæisk platform for clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner bliver en succes. I juli 2006 fremsatte Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker inden for euroområdet forslag om en fælles europæisk platform for clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner ⁽²⁰⁾. Da denne teknisk set er forbundet med den eksisterende fælleseuropæiske betalingsplatform *Target*, er den blevet døbt *Target 2/Securities*. I januar 2007 offentliggjorde Den Europæiske Centralbank også indledende undersøgelser af den planlagte platform's økonomiske, lovgivningsmæssige og tekniske følgevirkninger ⁽²¹⁾. De tekniske krav for en ordning af denne art bliver i øjeblikket udviklet i samarbejde med brugerne ⁽²²⁾.

3.4 ECB forestiller sig, at *Target 2/Securities* fremover skal dække alle værdipapirhandlere, som kan afvikles mod centralbankpenge. Den planlagte platform skal i princippet på en ensartet måde stilles til rådighed i hele Europa og dermed især betydeligt forenkle grænseoverskridende clearing og afvikling af værdipapirer.

3.5 *Target2/Securities* vil, hvis den bliver en succes, få bugt med afgørende hindringer for en grænseoverskridende clearing og afvikling af værdipapirer i centralbankpenge i Europa. Såfremt bestemte faktorer er på plads, vil det også indebære betydelige omkostningsfordele for dem, som udfører værdipapirtransaktionen.

⁽¹⁷⁾ Jf. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm

⁽¹⁸⁾ For afvikling og betaling er det vigtigt med nationale regler for overførsel af ejerskab, bogføring af værdipapirer (depositumlovgivning) samt insolvenslovgivning.

⁽¹⁹⁾ Jf. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm

⁽²⁰⁾ Jf. <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>

⁽²¹⁾ Jf. <http://www.ecb.int/paym/market/secmar/integr/html/index.en.html>

⁽²²⁾ Omfattende information herom kan findes på Den Europæiske Centralbanks hjemmeside (www.ecb.int).

⁽¹⁵⁾ Jf. ECB's Månedberetning november 2007, 67, 77 ff.

⁽¹⁶⁾ Jf. ECB's Månedberetning november 2007, 67, 74 f.

3.6 De europæiske værdipapircentraler, de centrale medkontrahenter og børserne har også givet Kommissionen tilsagn om, at de forpligter sig til en række foranstaltninger, der er fastlagt i en adfærdskodeks ⁽²³⁾. Derved vil især effektiviteten og infrastrukturoperatørernes interoperabilitet blive styrket. Omkostningerne for grænseoverskridende europæisk clearing og afvikling forventes følgelig at falde. Allerede i begyndelsen af 2007 blev første del af forpligtelserne iværksat. Prisdannelsesindsigtigheden er blevet større som følge af offentliggørelsen og standardiseringen af prislister, hvorved brugerne har fået lettere ved at sammenligne priser. Infrastrukturoperatørerne har desuden forpligtet sig til at forbedre adgangen til deres system og interoperabiliteten mellem systemerne. De retningslinjer, som blev offentliggjort ved udgangen af juni 2007, konkretiserede denne forpligtelse så bredt, at et effektivt netværkssamarbejde mellem systemerne muliggøres. I betragtning af den meget gunstige evaluering af adfærdskodeksens udvikling indtil dags dato og dens gennemfø-

relse i praksis — ikke mindst som afspejlet i EU-kommissær Charlie McCreevys tale til Europa-Parlamentet den 10. juli 2007 — synes en mere pålidelig metode nu at være på plads for at fremme en omkostningseffektiv fælleseuropæisk clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner.

3.7 Udover ovenfor opridsede initiativer er der fra politisk side intet behov for yderligere foranstaltninger på nuværende tidspunkt for at fremme børsmarkedernes konsolidering. For nærværende er det vigtigt at afvente konklusionerne fra de forskellige initiativer til fremme af det europæiske børslandskabs konsolidering, især inden for clearing og afvikling af transaktioner i finansielle instrumenter, og dernæst analysere resultaterne. Hvis disse tiltag viser sig at være en fiasko eller i sidste ende ikke føre til en mere effektiv europæisk børshandel, bør det overvejes, om yderligere regulering kan rette op på situationen.

Bruxelles, den 13. februar 2008

Dimitris DIMITRIADIS

Formand for

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg

⁽²³⁾ Jf. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm#code