



Bruxelles, den 12.3.2018
COM(2018) 89 final

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET,
DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG OG
REGIONSUDVALGET**

**om, hvilken lovgivning der finder anvendelse med hensyn til de formueretlige virkninger
af værdipapirtransaktioner**

{SWD(2018) 52} - {SWD(2018) 53}

1. INDLEDNING

Det er en prioritet for Kommissionen at styrke Europas økonomi og at stimulere investeringer med det formål at skabe beskæftigelse og vækst. Med dette mål for øje er der behov for stærkere, dybere og mere integrerede kapitalmarkeder. Effektive og sikre efterhandelsinfrastrukturer er nøgleelementer i sådanne velfungerende kapitalmarkeder. I forlængelse af handlingsplanen om kapitalmarkedsunionen¹ fastlagde Kommissionen i juni 2017 med sin midtvejsevaluering² de resterende foranstaltninger, som vil blive truffet for at skabe byggestenene til kapitalmarkedsunionen inden udgangen af 2019, med det formål at fjerne hindringer for grænseoverskridende investeringer og nedbringe finansieringsomkostningerne. Gennemførelse af kapitalmarkedsunionen er en prioriteret hasteopgave.

Som led i handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen og midtvejsevalueringen bebudede Kommissionen målrettede foranstaltninger til at reducere den retlige usikkerhed i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner i værdipapirer og fordringer. Med denne meddelelse og det lovgivningsmæssige forslag om, hvilken lovgivning der finder anvendelse på de formueretlige virkninger af overdragelse af fordringer, som også fremlægges i dag, opfyldes denne forpligtelse.

Køb og salg af værdipapirer samt anvendelse af sådanne som sikkerhed finder sted dagligt og i stort omfang i hele EU. En betydelig del af disse transaktioner — til en værdi af ca. 10 billioner EUR om året — omfatter et grænseoverskridende element³.

Med henblik på at fremme grænseoverskridende transaktioner er klarhed og forudsigelighed med hensyn til, hvilket lands lovgivning der afgør, hvem der ejer de underliggende aktiver i transaktionen, af afgørende betydning. Hvis der er retlig usikkerhed om, hvem der ejer det pågældende aktiv — idet dette afhænger af, hvilken medlemsstats domstole eller myndigheder der afgør en tvist vedrørende ejerskabet til en fordring eller et værdipapir — vil den grænseoverskridende transaktion ikke nødvendigvis være retskraftig, ligesom den ikke nødvendigvis vil tillægge parterne deres forventede rettigheder.⁴ I tilfælde af insolvens kan juridiske risici som følge af retlig usikkerhed, når spørgsmålene om ejerskab og retskraft domstolsprøves, føre til uventede tab. Formålet med denne meddelelse er at bidrage til at øge omfanget af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner ved at skabe retssikkerhed for så vidt angår lovvalgsreglerne på EU-niveau. Øget retssikkerhed vil fremme grænseoverskridende investeringer, adgangen til billigere kredit og markedsintegrationen.

For så vidt angår værdipapirer omhandles spørgsmålet om, hvilken national lovgivning der finder anvendelse i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner, i tre direktiver: direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse⁴, direktivet om endelig afregning⁵ og

¹ Meddelelse om "Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion" (i det følgende benævnt "handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen") (COM(2015) 468 final).

² Meddelelse om midtvejsevalueringen af handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen (COM(2017) 292 final).

³ Ifølge ECB-data beløb værdien af grænseoverskridende investeringer, baseret på investors hjemland, sig til skønsmæssigt 10,6 billioner EUR i 2016. Kilde: ECB's statistik over værdipapirafvikling (28. juni 2017).

⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (i det følgende benævnt "direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse") (EFT L 168 af 27.6.2002).

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingsystemer og værdipapirafviklingsystemer (i det følgende benævnt "direktivet om endelig afregning") (EFT L 166 af 11.6.1998, s. 45).

likvidationsdirektivet⁶. Disse direktiver indeholder lovvalgsregler, som dækker de vigtigste aspekter af værdipapirtransaktioner. Direktivernes ordlyd giver imidlertid anledning til forskellige nationale fortolkninger. Manglen på klarhed som følge af forskellige fortolkninger af de gældende regler kan gøre grænseoverskridende transaktioner mere omkostningskrævende, fordi der fortsat er en vis grad af retlig usikkerhed med hensyn til, hvilken lovgivning der finder anvendelse.

I betragtning af omfanget af denne type transaktioner er Kommissionen af den opfattelse, at det er nødvendigt at præcisere reglerne med henblik på at gøre det lettere for markederne at reducere unødvendige omkostninger og øge retssikkerheden med hensyn til, hvilken lovgivning der finder anvendelse.

Der redegøres i denne meddelelse for Kommissionens syn på vigtige aspekter af gældende EU-ret med hensyn til, hvilken lovgivning der finder anvendelse med hensyn til de formueretlige virkninger af værdipapirtransaktioner.

Meddelelsen omfatter virkningerne for tredjepart af overdragelse af finansielle instrumenter. Den ledsager det lovgivningsmæssige forslag om virkningerne af overdragelse af fordringer for tredjepart⁷. Det lovgivningsmæssige forslag⁸ berører dog ikke spørgsmål, der er omfattet af direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, direktivet om endelig afregning, likvidationsdirektivet og registerforordningen⁹.

2. HVAD SIGER EU-RETEN?

Grænseoverskridende værdipapirtransaktioner er vigtige byggesten for kapitalmarkedsunionen. Da de nationale værdipapirregler ikke er harmoniseret på EU-plan, afgør lovvalgsregler, hvilken national lovgivning der finder anvendelse i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner.

To elementer af værdipapirtransaktioner er omfattet af lovvalgsregler: i) det formueretlige element, som vedrører overdragelsen af ejendomsrettigheder, og som berører tredjeparter, og ii) det kontraktlige element, som vedrører parternes forpligtelser over for hinanden i forbindelse med transaktionen¹⁰. Mens det kontraktlige element allerede er reguleret på EU-plan ved Rom I-forordningen¹¹, omhandler denne meddelelse det første aspekt, nemlig de formueretlige virkninger af værdipapirtransaktioner. I praksis er parterne nødt til at påberåbe

⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF af 4. april 2001 om sanering og likvidation af kreditinstitutter (i det følgende benævnt "likvidationsdirektivet") (EFT L 125 af 5.5.2001, s. 15)

⁷ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om, hvilken lovgivning der finder anvendelse med hensyn til virkningerne for tredjepart af overdragelse af fordringer (COM(2018) 96).

⁸ Jf. artikel 9, stk. 1 og 2, i direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, artikel 9, stk. 2, i direktivet om endelig afregning og artikel 24 i likvidationsdirektivet, som vedrører dematerialiserede værdipapirer (direktiverne om hhv. finansiell sikkerhedsstillelse og endelig afregning) eller (finansielle) instrumenter noteret i et register eller på en konto (afviklingsdirektivet).

⁹ Kommissionens forordning (EU) nr. 389/2013 af 2. maj 2013 om oprettelse af et EU-register i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/87/EF og Europa-Parlamentets og Rådets beslutning nr. 280/2004/EF og nr. 406/2009/EF, og om ophævelse af Kommissionens forordning (EU) nr. 920/2010 og nr. 1193/2011.

¹⁰ De kontraktlige elementer omfatter bl.a. tilbuddet, accept heraf, modydelse, sikkerhed med hensyn til aftalevilkår osv. og er underlagt lovvalgsreglerne i Rom I-forordningen (forordning (EF) nr. 593/2008 af 17. juni 2008 om lovvalgsregler for kontraktlige forpligtelser (Rom I): <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R0593&from=DA>).

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 593/2008 af 17. juni 2008 om lovvalgsregler for kontraktlige forpligtelser (Rom I).

sig disse regler vedrørende formueretlige virkninger i tilfælde af insolvens, hvor de har behov for at inddrive aktiver.

Gældende EU-ret indeholder bestemmelser for, hvordan det i specifikke tilfælde afgøres, hvilken national lovgivning der finder anvendelse med hensyn til de formueretlige virkninger af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner. Disse er fastsat i tre direktiver: direktivet om endelig afregning, likvidationsdirektivet og direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse.

Artikel 9, stk. 2, i direktivet om endelig afregning, der blev vedtaget i 1998, indeholder følgende lovvalgsregel:

Hvis værdipapirer (herunder rettigheder til værdipapirer) stilles som sikkerhed for deltagere og/eller medlemsstaternes centralbanker eller den fremtidige europæiske centralbank, jf. stk. 1, og disses rettigheder med hensyn til de pågældende værdipapirer (eller rettigheder, der tilkommer en forvalter (nominee), mandatar eller tredjemand, der handler på deres vegne) som fastsat i loven er noteret i et register, på en konto eller i en værdipapircentral i en medlemsstat, afgøres sådanne enheders rettigheder som sikkerhedshavere med hensyn til de pågældende værdipapirer efter denne medlemsstats lovgivning.

Likvidationsdirektivet, som blev vedtaget i 2001, indeholder følgende lovvalgsregel i artikel 24:

Håndhævelsen af ejendomsrettigheder over instrumenter eller af andre rettigheder over sådanne instrumenter, hvis eksistens eller overførsel forudsætter notering i et register, på en konto eller i en værdipapircentral, der føres af eller er beliggende i en medlemsstat, afgøres efter lovgivningen i den medlemsstat, hvori det register, den konto eller den værdipapircentral, som indeholder notering af disse rettigheder, føres eller er beliggende.

Endelig indeholder direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, som blev vedtaget i 2002, en lovvalgsregel i artikel 9, stk. 1 og 2, hvori det hedder:

1. Ethvert spørgsmål med hensyn til de i stk. 2 angivne forhold, som opstår i relation til sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer, afgøres efter lovgivningen i det land, hvor den relevante konto føres. Henvielsen til lovgivningen i et land er en henvisning til landets nationale lovgivning, uanset en eventuel regel, hvorefter det pågældende spørgsmål skal afgøres efter lovgivningen i et andet land.

2. De forhold, der er omhandlet i stk. 1, er:

a) den retlige beskaffenhed af sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer og de tinglige virkninger, der knytter sig hertil

b) kravene med hensyn til sikring mod tredjemand af en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse, der vedrører sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer og etableringen af sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer i henhold til en sådan aftale, og mere generelt kravene med hensyn til, hvilke foranstaltninger der er nødvendige, for at en sådan aftale og etablering kan gøres gældende over for tredjemand

c) hvorvidt en persons adkomst til eller rettighed i sådan sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer må vige for eller efterstilles en konkurrerende adkomst eller rettighed, eller hvorvidt der foreligger ekstinktiv erhvervelse

d) hvilke foranstaltninger der er nødvendige for at realisere sikkerhed i form af dematerialiserede værdipapirer, når der er opstået en fyldestgørelsesgrund.

Siden direktiv 2014/65/EU (MiFID II) begyndte at finde anvendelse den 3. januar 2018, har emissionskvoter opført som finansielle instrumenter i afsnit C, nr. 11), i bilag I til samme direktiv været omfattet af direktivet om endelig afregning og likvidationsdirektivet og disse direktivers lovvalgsregler. I denne meddelelse tages der dog ikke hensyn til de særlige karakteristika ved sådanne emissionskvoter, især ikke det forhold, at de føres på konti i EU-registret, der er omfattet af en specifik lovvalgsregel i forordning (EU) nr. 389/2013 vedtaget i henhold til direktiv 2003/87/EF¹².

Lovvalgsreglerne i hhv. direktivet om endelig afregning, direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse og likvidationsdirektivet foreskriver, hvilken lovgivning der finder anvendelse, på grundlag af en fælles tilgang. De ligner hinanden, idet de alle baserer fastlæggelsen af, hvilken lovgivning der finder anvendelse, på, hvor det pågældende register eller den pågældende konto (samt, for så vidt angår direktivet om endelig afregning og likvidationsdirektivet, værdipapircentralen) befinder sig. Bestemmelserne er dog forskellige med hensyn til detaljerne, og der synes også i en vis udstrækning at være forskel på, hvordan de fortolkes og anvendes i de forskellige medlemsstater. Dette gælder især fastlæggelsen af, hvor kontoen "er beliggende" eller "føres", og måden, hvorpå dette er formuleret.

3. ØGET KLARHED I GÆLDENDE EU-RET

3.1. Betyder "føres" og "er beliggende" to forskellige ting?

Kommissionen er af den opfattelse, at forskellen i ordlyden af henvisningen til det sted, hvor kontoen eller registret befinder sig, ikke indebærer nogen materiel forskel.

I henhold til direktivet om endelig afregning, direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse og likvidationsdirektivet er det lovgivningen på det sted, hvor den pågældende konto befinder sig, der finder anvendelse. Det følger af artikel 9, stk. 2, i direktivet om endelig afregning og artikel 24 i likvidationsdirektivet, at det er lovgivningen i det land, hvor kontoen eller registret befinder sig ("er beliggende"), der finder anvendelse, mens der i artikel 9, stk. 1, i direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse henvises til lovgivningen i det land, hvor den relevante konto "føres". Der er imidlertid ingen af direktiverne, der præciserer, hvorvidt "er beliggende" betyder det samme som "føres".

Kommissionen mener af nedenstående årsager, at "er beliggende" betyder det samme som "føres".

For det første forklares det i betragtning 7 i direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, at formålet med lovvalgsreglen er at udvide det princip, der allerede er fastsat ved direktivet om endelig afregning¹³.

¹² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/87/EF af 13. oktober 2003 om en ordning for handel med kvoter for drivhusgasemissioner i Fællesskabet og om ændring af Rådets direktiv 96/61/EF.

¹³ Princippet i direktiv 98/26/EF, hvorefter den lovgivning, der finder anvendelse på dematerialiserede værdipapirer, der er stillet som sikkerhed, er lovgivningen i det retssystem, hvor det relevante register, den relevante konto eller den relevante værdipapircentral er beliggende, bør udvides med henblik på at skabe retlig sikkerhed.

For det andet afspejler forskellen i ordlyden mellem direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse og direktivet om endelig afregning, som tidligere fremhævet i Kommissionens arbejdsdokument fra 2007, at man — i forbindelse med vedtagelsen af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse — anerkendte, at EU's værdipapirmarkeder havde udviklet sig på en måde, der gav mulighed for et mere passende udtryk, dvs. det sted, hvor kontoen føres, til beskrivelse af den samme løsningsmodel¹⁴.

For det tredje gør de terminologiske forskelle sig ikke gældende for alle sprogudgaverne af direktivet. Mens der i den engelske udgave er anvendt henholdsvis "located" i direktivet om endelig afregning og likvidationsdirektivet og "maintained" i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, er der i flere af sprogudgaverne af direktivet om endelig afregning og direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse anvendt én og samme term, idet der f.eks. i den franske, italienske og rumænske udgave af direktivet om endelig afregning og direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse er anvendt den samme henvisning til, hvor den relevante konto befinder sig, nemlig oversættelsen af "located" (situé — situato — se află). I andre sprogudgaver er der anvendt andre udtryk, f.eks. i den portugisiske udgave, hvori der sondres mellem oversættelsen af henholdsvis "located" og "situated", og i den nederlandske udgave, hvori oversættelsen af henholdsvis "located" og "held" er anvendt.

3.2. Fastlæggelse af, hvor kontoen eller registret "er beliggende" eller "føres"

Kommissionen bemærker, at der i forbindelse med gennemførelsen på nationalt plan anvendes forskellige metoder til at afgøre, hvor en værdipapirkonto "er beliggende" eller "føres". Uden at foregribe eventuelle fremtidige afgørelser truffet af EU-Domstolen synes alle disse forskellige fortolkninger at være i overensstemmelse med direktiverne. Lovvalsreglerne i de tre direktiver indeholder ikke nærmere definitioner af, hvordan man fastlægger, hvor værdipapirkontoen er beliggende eller føres. I betragtning 8 i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse angives det dog klart, hvad der er det fælles EU-grundlag for lovvalg:

Lex rei sitae-reglen, hvorefter den lovgivning, der finder anvendelse ved afgørelsen af, om en aftale om finansiel sikkerhedsstillelse er korrekt sikret og dermed kan gøres gældende over for tredjemand, er lovgivningen i det land, hvor den finansielle sikkerhed befinder sig, anerkendes for øjeblikket af alle medlemsstater.

Der findes ikke andre kilder til præcisering af kontoførings og -beliggenhedsbegreberne, idet der ikke findes sådanne definitioner i andre EU-retsakter, og fordi EU-Domstolen endnu ikke har fastlagt nogen retspraksis for, hvordan disse begreber skal fortolkes.

Kommissionen bemærker, at mange medlemsstater i forbindelse med gennemførelsen af direktivet om endelig afregning og likvidationsdirektivet ikke har inkluderet yderligere kriterier i deres nationale lovgivning, som ville gøre det muligt at fastlægge, hvilket retssystem kontoen eller registret er "beliggende" i.¹⁵ Tilsvarende er der i mange nationale

¹⁴ Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene om "Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention", s. 8 (SEC(2006) 910).

¹⁵ Mindst 16 medlemsstater har ikke tilføjet nogen yderligere præciseringer i deres nationale bestemmelser til gennemførelse af de relevante bestemmelser i direktivet om endelig afregning og likvidationsdirektivet. Kilde: Evalueringen i bilag 5 til konsekvensanalysen (SWD(2018) 52, s. 116-117).

bestemmelser til gennemførelse af direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse ikke tilføjet nogen præciseringer til fastlæggelse på nationalt plan af, hvor kontoen "føres".¹⁶

I de tilfælde, hvor de nationale lovgivninger indeholder yderligere vejledning, kan tilgangene variere med hensyn til resultatet. I de medlemsstater, hvor der ved gennemførelsen i national ret ikke blev fastlagt nogen præciseringer, vil retspraksis eller faglitteraturen desuden kunne indeholde elementer, der letter anvendelsen i praksis af begreberne med hensyn til, hvor kontoen er beliggende eller føres. Sådanne ikke-lovfæstede elementer ville også kunne føre til indbyrdes forskellige resultater¹⁷.

En række medlemsstater fortolker og anvender i dag lovvalgsreglerne i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse sådan, at de ser på, hvor depot tjenesterne ydes. Andre baserer deres information om, hvor kontoen føres, på kontoaftalen. Sidstnævnte løsning vil kunne have den fordel, at man i forbindelse med transaktioner, der involverer flere retssystemer, som anvender en lovvalgsløsning, potentielt kunne undgå at skulle anvende flere forskellige lovgivninger på internationalt plan. En anden tilgang til i et mere begrænset antal tilfælde (hvor en medlemsstats lovgivning finder anvendelse i henhold til en lovvalgsklausul i et tredjeland) at undgå anvendelse af flere forskellige lovgivninger på en international transaktion er at fastlægge "føres" på en måde, som giver den pågældende medlemsstats lovgivning gyldighed i henhold til Haag-konventionen om værdipapirer¹⁸. Dette er tilfældet, når "føre[s]" defineres som det at foretage eller overvåge posteringer på værdipapirkonti, administrere betalinger eller selskabshændelser eller udføre andre faste aktiviteter, der er nødvendige for forvaltningen af en værdipapirkonto. Uden at foregribe eventuelle fremtidige afgørelser truffet af EU-Domstolen synes alle ovennævnte løsninger at være i overensstemmelse med de relevante EU-bestemmelser.

4. KONKLUSION

Denne meddelelse beskriver en forholdsmæssigt afpasset indsats over for den retlige usikkerhed, der stadig gør sig gældende i forhold til de eksisterende EU-lovvalgsregler på området formueretlige virkninger af værdipapirtransaktioner. Præciseringen af Kommissionens synspunkter burde kaste lys over de eksisterende løsninger med hensyn til, hvordan de relevante bestemmelser i direktivet om endelig afregning, direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse og likvidationsdirektivet anvendes i dag, og give Kommissionen frihed til fremover — på baggrund af udviklingen på internationalt plan, den teknologiske udvikling eller markedsudviklingen — at vurdere, hvorvidt der er behov for yderligere foranstaltninger. Det skal i denne forbindelse understreges, at denne meddelelse ikke foregriber den fortolkning af ovennævnte spørgsmål, som EU-Domstolen måtte anlægge på et senere tidspunkt. Domstolen er fortsat kompetent i sidste instans hvad angår fortolkningen af traktaten og den afledte ret eller fremtidige foranstaltninger fra Kommissionens side, navnlig af lovgivningsmæssig karakter. Denne meddelelse foregriber heller ikke fremtidige foranstaltninger i overensstemmelse med direktiv 2003/87/EF fra Kommissionens side vedrørende handel med kvoter for drivhusgasemissioner.

¹⁶ Mindst 13 medlemsstater har ikke tilføjet nogen yderligere præciseringer i deres nationale bestemmelser til gennemførelse af den relevante bestemmelse i direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse. Kilde: Evalueringen, s. 117-118.

¹⁷ For eksempel findes der forskellige tilgange i henhold til direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse til fastlæggelse af, hvor kontoen føres. Kilde: Evalueringen, s. 117-118.

¹⁸ Konvention om, hvilken lovgivning der finder anvendelse for så vidt angår visse rettigheder i forhold til værdipapirer, der opbevares af en mellemmand: <https://assets.hcch.net/docs/3afb8418-7eb7-4a0c-af85-c4f35995bb8a.pdf>.

De nationale myndigheder og forvaltninger bør tage hensyn til præciseringerne i denne meddelelse, når de anvender lovvalgsreglerne i direktivet om endelig afregning, direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse og likvidationsdirektivet. Medlemsstaterne bør fortsat holde øje med eventuelle juridiske uoverensstemmelser i fortolkningerne på nationalt plan, der ville kunne forårsage markedsforstyrrelser, og bestræbe sig på at nærme sig hinanden med hensyn til den måde, de fortolker og anvender de gældende EU-regler på.

Kommissionen vil fortsat overvåge udviklingen på dette område og i samråd med de berørte parter vurdere, hvordan nationale fortolkninger og markedspraksisser udvikler sig, i lyset af den internationale og teknologiske udvikling. Især dokumentation fra de berørte parter om specifikke problemers indvirkning på det indre marked vil blive vurderet. Eventuelle fremtidige lovgivningsmæssige initiativer vil blive ledsaget af en konsekvensanalyse.