



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 15.11.2000
KOM(2000)729 endelig

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN
TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET**

**AJOURFØRING AF INVESTERINGSSERVICEDIREKTIVET
(93/22/EØF)**

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN
TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET**

**AJOURFØRING AF INVESTERINGSSERVICEDIREKTIVET
(93/22/EØF)**

- RESUME -

Det Europæiske Råd i Lissabon understregede, at det er strategisk vigtigt at stimulere den markedsbaserede finansiering, fordi den er af afgørende betydning for større økonomisk velfærd i EU. I denne meddelelse, som er udarbejdet i henhold til handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, fastlægges retningslinjerne for en større revision af investeringsservicedirektivet (ISD: 93/22/EØF), og der anmodes om kommentarer hertil.

ISD er hjørnesteinen i EU-lovgivningen for investeringsselskaber og værdipapirmarkeder. I de fem år, der er gået siden dets ikrafttræden, har det fjernet en første række juridiske hindringer for det indre værdipapirmarked. Det fælles pas, der tildeles godkendte investeringsselskaber, anvendes i stor udstrækning. Adgangen til "regulerede markeder" og børser er blevet liberaliseret. Den tværeuropæiske handel med nationalt noterede værdipapirer er gjort lettere.

Nye udfordringer:

Der må imidlertid ske en modernisering af ISD for at imødekomme de nye krav til handel med værdipapirer. Markedskræfterne, som er styrket af den fælles valuta, presser på for at få et integreret finansmarked. Informationsteknologien revolutionerer forretningsmetoderne og baner vejen for en ny generation af tjenesteudbydere. Bestræbelserne på at forbedre resultaterne, reducere omkostningerne og etablere en tværeuropæisk tilstedeværelse stimulerer en gennemgribende omstrukturering af infrastrukturen for handel med værdipapirer. Forslag om fusioner og alliancer mellem børser er det tydeligste eksempel på disse gennemgribende ændringer. Konsolideringen af clearing og afvikling, som i høj grad kan forbedre effektiviteten af handelen med værdipapirer i Europa, er ved at tage fart.

I fortsættelse af den fælles valuta sker disse strukturændringer på tværeuropæisk plan. En rodfæstet segmentering af de nationale finansmarkeder er ved at blive nedbrudt, og de grænseoverskridende transmissionsvirkninger forstærkes. Antallet af grænseoverskridende transaktioner er stigende. Værdien af investeringsbeslutninger, der træffes af investorer og emittenter i én medlemsstat, påvirkes i stadig stigende grad af adfærden på andre EU-markeder.

Opnåelse af de overordnede regulerende målsætninger for investorbeskyttelse, effektive og velfungerende markeder samt markedsstabilitet forudsætter:

- tillid til eksistensen og den effektive gennemførelse af aftalte risikostyringsteknikker
- klarhed med hensyn til de forskellige lovgivnings- og tilsynsorganers roller og ansvarsområder
- fortsat samarbejde mellem og konvergens i de kompetente myndigheders håndhævelsespraksis.

Prioriterede områder for revision af ISD:

Disse udfordringer kræver en ajourføring af ISD. Dette arbejde kan centreres omkring fire hovedområder:

- ***Et effektivt pas for investeringsselskaber:*** nytten af det fælles pas er svækket på grund af en lang række undtagelser fra dets anvendelsesområde og udbredt anvendelse af værtslandskrav. Skal de fulde fordele ved et EU-pas for investeringsselskaber sikres, kræver det fremskridt på to områder: for det første overgang til hjemlandskontrol for alle engrosaktiviteter; for det andet en omhyggelig ex ante-harmonisering af reglerne for beskyttelse af private investorer, forbundet med (ikke-sektorbestemte) arrangementer, som skal lette forhandling og indgåelse af grænseoverskridende kontraktforhold og voldgift i forbindelse hermed.
- ***Nye former for tjenesteydelse:*** den teknologiske udvikling har medført, at der er opstået nye former for tjenesteudbydere, såsom Alternative Trading Systems (ATS), der konkurrerer med de eksisterende investeringsselskaber og - lejlighedsvis - udbydere af infrastruktur. ISD giver de europæiske tilsynsmyndigheder på værdipapirområdet mulighed for at anvende fælles og afpassede sikkerhedsforanstaltninger på sådanne systemer, således at de kan fungere på tværs af EU.
- ***Effektiv konkurrence mellem børser og handelsplatforme:*** ISD bør give nyopståede børser og handelsplatforme mulighed for at konkurrere effektivt og reelt om handelen uden unødvendige lovgivningsmæssige og tilsynsmæssige hindringer. Konkurrencen må heller ikke styres af overdreven regularbitrage, som kan bringe markedernes ordentlige funktion og investorbeskyttelsen i fare. Lovgivnings- og tilsynsordninger for europæiske handelsplatforme og børser bør afspejle en kollektiv optimal vurdering af risici og muligheder. ISD's bestemmelser om "regulerede markeder" bør derfor udvides til at tilvejebringe et juridisk grundlag for disse centrale referenceområder - navnlig dem, der angår gennemsigtighed og udbredelse af informationer.
- ***Den stigende grænseoverskridende dimension af clearing og afvikling:*** på europæisk plan er der kommet gang i konsolideringen på clearingområdet. Denne effektivitetsfremmende udvikling koncentrerer systemrisikoen og øger muligheden for kompetencemæssige konflikter. Gensidig tillid til risikostyringsteknikker og tilsynsmæssigt samarbejde vil være af central betydning. Det er særdeles nødvendigt at rette opmærksomheden mod problemerne på clearingområdet og de resterende tekniske og juridiske hindringer for en sammenkobling af afviklingssystemerne for værdipapirer.

En passende lovgivningsmæssig reaktion:

Europa har behov for en lovgivning om finansielle tjenesteydelser, der kan holde på længere sigt. Præskriptive, ufleksible regler, som hurtigt overhales af den finansielle udvikling eller markedsudviklingen, må undgås. En rammelovgivning, der knæsætter høje principper, kan udgøre det juridiske grundlag for et dynamisk, velfungerende og stabilt indre finansmarked. Sådanne høje principper må ledsages af mekanismer, der rummer supplerende retningslinjer og sikrer en ensartet fortolkning. I modsat fald vil rammebestemmelserne være uden virkning.

Et ajourført ISD skal rumme et fælles juridisk grundlag for konsekvent tilsyn og håndhævelse. Lovgivnings- og tilsynssamarbejdet gennem FESCO (Forum of European Securities Commissions) giver allerede gode resultater, men må styrkes. Kommissionen, som handler inden for traktatens bestemmelser og Unionens institutionelle rammer, og som ledes af Vismandsudvalgets analyse af værdipapirmarkederne, vil overveje, hvordan disse behov bedst kan tilgodeses, når den udarbejder lovgivningsforslag med henblik på ajourføring af ISD.

Handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser understregede den store politiske betydning af at revidere og styrke EU's lovgivningsmæssige ramme for værdipapirmarkederne. Det Europæiske Råd i Lissabon understregede betydningen af at fremskynde og afslutte dette arbejde inden 2005. Denne meddelelse åbner mulighed for en omfattende høring om en eventuel ajourføring af et af de centrale elementer i denne ramme - investeringsservice-direktivet. Der ønskes kommentarer til den analyse og de spørgsmål, der præsenteres i denne meddelelse, fra Europa-Parlamentet, nationale lovgivnings- og tilsynsmyndigheder, andre EU-organer, herunder FESCO, markedsdeltagere, brugere af markedet og alle andre interesserede parter. Bilag 1 sammenfatter de specifikke spørgsmål, der ønskes kommenteret.

Kommentarerne bedes sendt til Kommissionen inden den 31. marts 2001 (att.: GD MARKT F, avenue de Cortenberg 107, B-1040 Bruxelles; e-mail adresse: MARKT-ISD@cec.eu.int).

- MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN -

1. INDLEDNING

1.1. Gennemførelse af konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon

Det Europæiske Råd i Lissabon understregede betydningen af, at der senest i 2005 gennemføres effektive og integrerede finansielle markeder som et afgørende element i Europas strategi for vækst og beskæftigelse. Det pegede på integration, effektivitet og stabilitet som de centrale kriterier for vurdering af de europæiske værdipapirmarkeder. EU-politikken bør fokusere på tre overordnede principper, nemlig investorbeskyttelse, ordentlige og velfungerende markeder samt markedsstabilitet.

Disse mål forstærker gensidigt hinanden: integration af markederne vil føre til samling af likviditet, give mulighed for den mest produktive kapitalfordeling og fremme konkurrence mellem tjenesteudbydere. Effektive børser vil komme ind i en gunstig cirkel, hvor de tiltrækker yderligere likviditet, styrker deres konkurrenceevne og sikrer en effektiv prisfastsættelse på europæiske værdipapirer. Stabilitet og sikkerhed i handelen er væsentlige karakteristika ved ethvert handelssystem.

Samling af (tidligere opsplittet) national likviditet vil give mulighed for at anvende europæiske opsparede midler mest produktivt. Den demografiske udvikling kræver et sikkert og produktivt supplement til lovfæstede pensionsordninger. Investering i værdipapirer vil blive en integrerende del af vellykkede mellem-/langfristede investeringsstrategier. Desuden vil en samling af likviditet give lånerne, især virksomheder, et fleksibelt og konkurrencedygtigt alternativ til banklån med henblik på finansiering af beskæftigelsesfremmende investeringer. Dybe og likvide finansmarkeder vil give virksomhederne mulighed for at finindstille deres finansielle strukturer og fuldende finansieringskæden fra starten til børsintroduktionen. Virksomheder og emittenter vil opnå en bedre pris på deres værdipapirer. Adgang til den bredest mulige gruppe af potentielle investorer vil styrke prisgennemsigtigheden og sikre den mest konkurrencedygtige pris på kapitalen. Endelig vil formidlings- og transaktionsomkostningerne - kommission og gebyrer til mellemmand - blive holdt på et minimum på grund af konkurrencen. Den vurdering, at markedsbaseret finansiering bebuder store fordele for de europæiske investorer og emittenter, tilsidesættes ikke af periodisk volatilitet eller lejlighedsvis markedskorrektioner.

Fjernelse af hindringer for den frie omsætning vil ikke være tilstrækkelig. Der vil også være behov for regulerende foranstaltninger til at korrigere markedssvingt og fremme det effektive samspil mellem udbud og efterspørgsel efter kapital. For at sikre fordelene ved effektive og stabile markedsbaserede systemer er der behov for en lovgivningsramme, som fremhæver fri markedsadgang, aktionærrettigheder, effektiv fremlæggelse af finansielle oplysninger, juridisk sikker clearing og afvikling samt håndhævelse af kontrakter. I handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser skitseres et første sæt forbedringer af EU's lovgivning om værdipapirmarkeder, som

omfatter et fælles pas for emittenter, regler om markedsmanipulation og grænseoverskridende brug af sikkerhedsstillelse¹.

Selve lovgivningssystemet skal fungere effektivt. EU-reglerne skal være tydelige og omfattende, skal implementeres af medlemsstaterne og håndhæves effektivt af tilsynsmyndighederne og skal kunne korrigeres hurtigt. Dette vil sikre, at reguleringen holder trit med markedsudviklingen og bidrager til, at der opstår integrerede og effektive værdipapirmarkeder.

1.2. Strukturelle ændringer på EU's finansielle markeder

Markedsbaseret finansiering er begyndt at tilsidesætte den bankbaserede långivnings traditionelle dominans i de fleste EU-lande. Nye virksomheder udsteder aktier i et hidtil ukendt omfang². Institutionelle investorer og en ny generation af konkurrerende mæglere er ved at mobilisere husholdningsopsparingerne: i nogle medlemsstater ejer mere end hver tredje voksen nu aktier. Handelsinfrastrukturene gennemgår også dybtgående ændringer. Den nye teknologi letter adgangen for tjenesteudbydere, som kan konkurrere med de eksisterende markedsdeltagere på alle trin i handelssystemet - lige fra rudimentære ordresystemer til fuldtudviklede børslignende enheder. For så vidt angår børserne er der nu et kapløb i gang om at give emittenter, investorer og mellemmand en platform for tværeuropæisk handel. Dette har givet anledning til en række ambitiøse forslag om fusioner og alliancer mellem børser. Clearing (og i mindre omfang afregning) er af central betydning som et vigtigt omkostningssted i den europæiske handel, hvor der kan høstes store fordele ved konsolidering. Presset fra markedsbrugerne er ved at nedbryde grænsen mellem national og europæisk/international clearing og afregning.

Tilskyndet af fjernelsen af kursrisikoen i euroområdet har denne strukturudvikling antaget en tværeuropæisk dimension. Den indbyrdes afhængighed på markedet styrkes på alle niveauer. Investeringshorisonterne for fonde og private investorer er ved at blive mere tværeuropæiske. De samme finansielle instrumenter vil kunne omsættes på konkurrerende børser og handelsplatforme på tværs af EU. De samme investeringsselskaber er medlem af forskellige børser og betjener det samme nationale kundegrundlag. Endelig konkurrerer børser og nye typer handelsplatforme på tværs af grænserne om ordrestrømmen, og de er i stadig stigende grad afhængige af konsoliderede clearinghuse/centrale faciliteter hos modparten.

2. VURDERING AF INVESTERINGSSERVICEDIREKTIVET (ISD)

2.1. Struktur og udformning

ISD udgør den juridiske ramme for regulering og tilsyn i forbindelse med investeringsselskaber og en række aspekter af de børser og markeder, hvor de er aktive. Det omfatter tre hovedelementer.

¹ KOM(1999) 232 af 11.5.1999.

² En tredjedel af den samlede mængde nye aktier udstedt på europæiske børser i 1999 stammede fra nynotererede virksomheder.

1. *Et fælles pas for investeringsselskaber*

ISD giver investeringsselskaber mulighed for at yde tjenester eller etablere filialer i andre medlemsstater på grundlag af en tilladelse i hjemlandet. Princippet om gensidig anerkendelse suppleres af en harmonisering af de centrale principper om godkendelse og igangværende transaktioner. Af særlig betydning i så henseende er grundprincipperne om de organisatoriske krav og adfærdsreglerne for investeringsselskaber. De centrale ISD-bestemmelser suppleres af kapitalkravsdirektivet (93/6) og kapitalkravsdirektiv II (98/31)³. Når harmoniseringsbestemmelserne er indeholdt i ISD, er de begrænset til angivelse af kerneprincipper.

Den traditionelle mægler-handler er den virksomhedsmodel, der ligger til grund for de centrale ISD-bestemmelser - dette fremgår af den store vægt, der lægges på transaktionskrav, som er beregnet til at beskytte investorerne mod misbrug fra investeringsselskabernes side. Den nationale gennemførelse af disse bestemmelser har også afspejlet de traditionelle former for levering af investeringsservice, bestående i gentagne kontakter mellem selskab og kunde baseret på telefonisk og skriftlig kontakt. Tegning og ordreafgivelse i sig selv har også fordel af ISD-tilladelse. Selskaber, der yder beslægtede tjenester, såsom rådgivning og depot/administration, har imidlertid ikke fordel af ISD-passet, medmindre de yder disse tjenester sammen med en af "kernetjenesterne".

ISD har nedbrudt markedssegmenteringen for så vidt angår investeringsselskaber og adgang til "regulerede markeder". Et stort antal selskaber har gjort brug af det fælles pas. Figur 1a og 1b i bilaget giver en række oplysninger om nye investeringsserviceydere eller filialer⁴.

2. *Adgang til "regulerede markeder"*

Som en logisk følge af det fælles pas for investeringsselskaber har ISD fjernet officielle restriktioner for medlemskab af eller adgang til regulerede markeder, som ellers ville have ødelagt virkningen af det fælles pas for investeringsselskaber. Det forbyder kvantitative eller andre arbitrære restriktioner for adgang til eller medlemskab af "regulerede markeder". Desuden skal markeder, der arbejder med et elektronisk baseret handelssystem, give adgang til "fjernmedlemmer", som er beliggende i andre medlemsstater. EU og tredjelandsmedlemmer tegner sig nu for 30-50% af det samlede medlemskab af Amsterdam, Paris, Eurex og Frankfurt samt en betydelig andel af markedets omsætning. Dette mønster er udbredt, men ikke universelt (nogle børser som f.eks. Madrid har ingen fjernmedlemmer). ISD

³ Disse direktiver definerer de kapitalreserver, som investeringsselskaber skal hensætte til dækning af positions- og markedsrisici på deres handelsbeholdning. Da kapitalkravsspørgsmål allerede er genstand for en lovgivnings- og tilsynsmæssig revision i Fællesskabet, på grundlag af arbejdet i Basel-bankudvalget, vil de ikke blive overvejet yderligere i denne meddelelse.

⁴ Til disse tal skal lægges kreditinstitutter, som har fået tilladelse til at yde investeringsservice i henhold til tilladelser udstedt under det andet direktiv om samordning af banklovgivningen. Foruden dette bankdirektiv er disse selskaber underlagt bestemmelserne i ISD's artikel 4, 8, 10, 11, 12, 14, stk. 3, 14, stk. 4, og 15. For mange medlemsstater overstiger antallet af nye selskaber i partnerlande langt antallet af indenlandske selskaber med en tilladelse. Der foreligger ingen data om den nationale markedsandel for selskaber fra partnerlande. Den begrænsede brug af filialmuligheden kan eventuelt tilskrives enten de forholdsvis vanskelige anmeldelses- og godkendelsesprocedurer eller den begrænsede kommercielle interesse i filialer.

indeholder også bestemmelser om, at deltagere i partnerlande skal have adgang til tilhørende clearing og afregning.

Regulerede markeder har ret til at placere skærmhandelsfaciliteter i partnermedlemsstater, der kan tjene som "fjernmedlemmer" i andre medlemsstater. Denne mulighed er udnyttet aktivt af et lille antal børser. I den forbindelse varslers ISD det konkurrenceprægede klima, der i øjeblikket er fremherskende mellem børser.

"Regulerede markeder" defineres ved henvisning til rudimentære vilkår for adgang til officiel notering, indberetning og gennemsigtighed. Hver enkelt national myndighed har fortsat ansvaret for at indstille markeder til "reguleret marked"-status og for at give disse markeder særlige eller eksklusive rettigheder. For at sikre at investorerne får fordel af den bedste prisvekselvirkning, har de nationale myndigheder endvidere mulighed for at kræve, at visse transaktioner foretages på et "reguleret marked" (koncentrationsregel i artikel 14, stk. 3).

3. Tilsynsmæssigt samarbejde

Før ISD var der stor forskel mellem de lovfæstede sikkerhedsforanstaltninger og tilsynspraksis på tværs af EU. En række vigtige bestemmelser i ISD fastsætter krav til de nationale kompetente myndigheder og tildeler ansvarsområder og pligter med hensyn til kontrol og overvågning af de bestemmelser, der er fastsat i ISD. Artikel 22-27 i ISD understøtter minimumskonvergens med hensyn til tilsynsmæssigt ansvar og kræver en klar fordeling af hovedansvaret mellem forskellige nationale agenturer og selvregulerende organisationer. Disse bestemmelser har i høj grad givet anledning til konvergens i lovgivnings- og tilsynspraksis. ISD formaliserer desuden mekanismerne for et omfattende specifikt og løbende samarbejde mellem de nationale myndigheder. Dette samarbejde er en forudsætning for at bevare investorernes tillid og markedets integritet på et integreret marked. Den nylige oprettelse af Forum of European Securities Commissions (FESCO) har bragt samarbejdet mellem nationale kompetente myndigheder ind i en mere organiseret, om end ikke-bindende, ramme.

2.2. Strukturelle begrænsninger for ISD's effektivitet

Gensidig anerkendelse af national tilladelse og tilsyn har som helhed været til gavn for de europæiske markeder. De brede definitioner og kernebegreberne i ISD har været tilstrækkelig fleksible til at give plads til udviklingen i forretningsmetoderne og det nationale tilsyn. Den generiske karakter af mange ISD-bestemmelser, som ikke støttes af en mere detaljeret vejledning eller gennemførelsesforanstaltninger, giver imidlertid også visse ulemper. Effektiviteten af ISD er navnlig blevet reduceret som følge af:

- Omfattende udvanding af hjemlandsfilosofien i ISD. Adskillige bestemmelser i ISD tillader hjemlandsintervention eller -tilsyn ud fra "almene hensyn". De mest bemærkelsesværdige bestemmelser i så henseende er artikel 13, 17, stk. 4, 18, stk. 2, og 19. I artikel 11, stk. 2, får den medlemsstat, "hvor en tjenesteydelse præsteres", desuden tildelt ansvaret for iværksættelse og kontrol med reglerne for

god forretningsskik⁵. Der er objektive grunde til at tillade værtslandsintervention af hensyn til beskyttelse af private investorer. Det er imidlertid en mangel ved det nuværende direktiv, at der ikke er bestemmelser om effektive mekanismer til at sikre en let overgang til hjemlandsprincippet eller til at afgrænse anvendelsesområdet for hjemlandsprincippet.

- Uklare bestemmelser eller definitioner, som har banet vej for store uoverensstemmelser i fortolkning og gennemførelse på nationalt plan - f.eks. med hensyn til gennemførelse af definitioner af centrale tjenester, anvendelse af principper for god forretningsskik, udpegning af "regulerede markeder" og bestemmelser om brug af ekstraordinære foranstaltninger i henhold til artikel 19. ISD rummer ingen mekanisme, der kan anvendes til at give yderligere vejledning eller udforme fælles fremgangsmåder i forbindelse med fortolkning og gennemførelse af harmoniseringsforanstaltningerne.

Der er behov for en omfattende revision af ISD for at rydde disse vanskeligheder af vejen, således at de enestående muligheder kan udnyttes, og de lovgivningsmæssige udfordringer i det nye miljø for handel med værdipapirer kan afklares. På grundlag af sin vurdering af de lovgivningsmæssige virkninger af den nuværende udvikling på markedet har Kommissionen udpeget en række emner, der kunne komme i betragtning ved revision af ISD. Disse emner er anført under to overskrifter - det ene sæt angår spørgsmålet om, hvordan det fælles pas for investeringsselskaber og serviceudbydere fungerer. Det andet sæt angår den strukturelle udvikling i forbindelse med børser og handelsinfrastrukturen.

3. ET FULDT OPERATIONELT FÆLLES PAS

3.1. Præcisering og udvidelse af rettighederne i forbindelse med passet

Anvendelsesområdet for ISD-passet begrænses af talrige undtagelser. Artikel 2, stk. 2, og artikel 2, stk. 4, indeholder en lang række undtagelser, hvoraf nogle formentlig ikke længere er relevante⁶. Visse ikke-centrale tjenester - især depoter - kunne også i sig selv få fordel af en ISD-tilladelse. Når tjenester skal omlægges fra ikke-central til central status skal det overvejes, om ISD-tilladelser er tilstrækkelige til at klare tilsynsspørgsmålene i forbindelse med den pågældende tjeneste. De konkrete fordele ved ISD-passet bør endvidere opveje omkostningerne ved overholdelse af forskriftsmæssige bestemmelser (f.eks. kapitalkrav).

De kompetente myndigheder anvender i forskellig grad forskellige ISD-bestemmelser på specifikke centrale investeringstjenester. For eksempel er der forskel på, i hvor høj grad medlemsstaterne skræddersyr deres ordninger for modtagelses-/videregivelsestjenester og/eller virksomhed, der udelukkende vedrører effektivering af ordrer. Selskaber, der har tilladelse i en medlemsstat, kan blive underkastet en kvalitativt forskellig tilsynsordning, når de arbejder i en anden medlemsstat. Større overensstemmelse i de nationale metoder burde fremme

⁵ Uden en klar forståelse for, hvordan man skal fastslå den medlemsstat, hvor tjenesteydelsen præsteres, anvender næsten alle nationale myndigheder lokale adfældsregler på indgående tjenester, der ydes til nationale investorer.

⁶ I betragtning af den ændrede markedspraksis bør opmærksomheden især rettes mod forholdet mellem tjenester omhandlet i artikel 2, stk. 2, litra g), og tjenester vedrørende modtagelse og/eller videregivelse af ordrer.

grænseoverskridende tjenester og fremkomsten af nye teknologibaserede forretningsmodeller. Nye metoder og formater for ydelse af investeringsservice kan være forenelige med eksisterende principper for god forretningsskik. Større sikkerhed med hensyn til, hvordan forskellige ISD-bestemmelser kan anvendes og tilpasses individuelle centrale tjenester kan derfor have dobbelt fordel.

- *En effektiv anvendelse af det fælles pas i forbindelse med investeringsselskaber kræver en genovervejelse af undtagelserne i artikel 2, stk. 2, og artikel 2, stk. 4, samt en vurdering af, hvorvidt nogen af de ikke-centrale tjenester bør opgraderes til centrale tjenester.*
- *En ISD-revision bør klart angive, hvordan de enkelte bestemmelser skal skræddersys til forskellige centrale tjenester, således at der undgås markante forskelle i nationale tilsynsordninger, som hæmmer ydelse af tjenester på tværs af grænserne. Svarpersonerne opfordres til at påpege de bestemmelser i ISD, der kunne anvendes anderledes, og angive, hvordan de burde tilpasses de forskellige centrale tjenester.*

3.2. Beskyttelse af investorer og kontrol med tilsynsmæssig overlapning

Den mest udbredte vanskelighed i forbindelse med anvendelsen af ISD-passet er muligheden for retlig uvished og lovkonflikter. Ifølge de centrale bestemmelser i ISD anvender værtslandets myndigheder normalt nationale adfærds- og annonceringsregler og en række organisatoriske/tilsynsmæssige krav (opbevaring af klientens penge) på tjenester, der ydes til nationale investorer. Den deraf følgende fordobling af tilsynsordningerne hæmmer især grænseoverskridende ydelse af mægler- og handelstjenester.

I sidste instans vil et fælles pas kræve, at hjemlandsprincippet anvendes systematisk, når der føres tilsyn med, at selskaberne overholder deres forpligtelser over for markedet og optræder loyalt over for klienterne. I øjeblikket favoriserer en række ISD-bestemmelser værtslandsreglerne eller giver uforbeholden forrang til undtagelser i henhold til begrebet "almene hensyn". Disse undtagelser fra direktivets underliggende hjemlandsfilosofi må undersøges nøje. Dette bør ikke resultere i en udvanding af investorbeskyttelsen: hjemlandsmyndighederne er ofte bedst i stand til at overvåge og håndhæve investorbeskyttelseskravene.

Med hensyn til at fremme et mere effektivt fælles pas bør der skelnes mellem tjenester, der ydes til professionelle modparter, og dem, der ydes til private investorer. For så vidt angår tjenester, der ydes til professionelle investorer, kræver udviklingen hen imod eksklusiv anvendelse af hjemlandshåndhævelse af tilsynsregler og adfærdskodeks ikke yderligere harmonisering. Kommissionens meddelelse om artikel 11 i ISD (REF) indeholder en detaljeret og ikke-bindende analyse af de praktiske og materielle overvejelser, der støtter denne fremgangsmåde⁷. Den nylige FESCO-aftale om grænsen mellem professionelle og private investorer indeholder et almindeligt accepteret og praktisk anvendeligt grundlag til identificering af professionelle investorer, for hvem hjemlandets regler om god forretningsskik kan bortfalde. Ved revisionen af ISD bør det tilstræbes at give denne

⁷

Kommissionens meddelelse KOM(XX) 2000: Anvendelse af regler for god forretningsskik i henhold til artikel 11 i ISD, nov. 2000.

fremgangsmåde fuld juridisk opbakning - ikke kun med hensyn til adfærdskodeks for rimelig handel, men også for så vidt angår reglerne for annoncering og selskabernes forpligtelser over for markedet.

Hvad angår private investorer bør overgangen til hjemlandstilsyn med investeringsservice overvåges nøje. Det er i øjeblikket sådan, at værtslandsmyndighederne utvivlsomt har en komparativ fordel som første forsvarslinje med hensyn til at opdage og træffe foranstaltninger mod selskaber, der overtræder reglerne i deres handel med private investorer. Desuden kan adfærdsreglerne i de forskellige medlemsstater ikke antages at give de private investorer ensartet beskyttelse. De private investorer må derfor have mulighed for at udnytte den fordel, der er forbundet med at søge hjælp inden for deres eget retssystem.

Kommissionen overvejer en række praktiske foranstaltninger på dette område. De private investorer må helt klart have fordel af de centrale elementer i den nationale tilsynsmæssige og lovgivningsmæssige ordning. Direktivet om fjernsalg vil harmonisere kravene vedrørende de generelle oplysninger, der skal gives købere af finans- og investeringstjenester, som markedsføres ved fjernsalg. Det igangværende arbejde i FESCO tager sigte på at tilnærme adfærdsreglerne for private investorer til hinanden. Der består en række andre praktiske vanskeligheder. Når f.eks. kundeaftaler eller andre kontraktordninger understøtter forholdet mellem selskab og forbruger, afgøres spørgsmålet om gældende lov af Rom-konventionen. Dette kan resultere i, at nogle af de obligatoriske regler i forbrugerlandet anvendes gennem den kontrakt, der gælder for forholdet mellem selskab og klient. Endelig skal mekanismerne for tilsynsmæssigt samarbejde måske styrkes med henblik på at øge den gensidige tillid for så vidt angår den praktiske gennemførelse og håndhævelse af fælles beskyttelsesforanstaltninger for investorerne. Der vil også være behov for løsninger på disse udfordringer, som ikke kun gælder for investeringstjenester.

E-handelsdirektivet indebærer allerede et afgørende skift over mod oprindelseslandsprincippet for alle investeringstjenester, der ydes elektronisk. Revisionen af ISD skal bane vej for en yderligere systematisk overgang til hjemlandsprincippet. Fremover må de resterende hjemlandsansvarsområder afgrænses skarpt og hovedsagelig begrænses til adfærdsregler for rimelig handel med private kunder. Når der undtagelsesvis tillades hjemlandsansvar, bør betingelserne være sådanne, at når først de er opfyldt, ophører de automatisk.

- *Hjemlandstilsynet bør implementeres uden forudgående betingelser for tjenester, der ydes til professionelle modparter. Bortset fra adfærdsreglerne, er der så andre ISD-bestemmelser, der kunne indeholde en klar og anvendelig skelnen mellem professionel og privat?*
- *Svarpersonerne opfordres til at kommentere de lovgivnings- og tilsynsspørgsmål, hvor det som en overgangsforanstaltning kræves, at værtslandet fortsat spiller en rolle. Hvilke ledsageforanstaltninger er en forudsætning for, at værtslandets resterende ansvarsområder afvikles?*

Svarpersonerne anmodes om at tage hensyn til den analyse, der præsenteres i Kommissionens meddelelse om artikel 11 i ISD.

3.3. Nye markedsdeltagere - Alternative handelssystemer

Informationsteknologien har reduceret adgangsbarriererne på alle trin i handelen med værdipapirer - lige fra ydelse af mægler-/handelstjenester, over ren forsendelse og videregivelse af ordrer til etablering af avancerede platforme for matching og udførelse af ordrer. I denne ende af spektret kan nye markedsdeltagere funktionelt svare til fuldt udviklede børser, og flere er blevet autoriseret som "regulerede markeder".

Der er større usikkerhed med hensyn til, hvordan alternative handelssystemer (ATS), som i øjeblikket tillades som investeringsselskaber i forskellige medlemsstater, skal behandles lovgivnings- og tilsynsmæssigt i henhold til EU-lovgivningen. Brugere af disse systemer skal være tilstrækkelig beskyttet, og vekselvirkningen med det samlede handelsmiljø for værdipapirer skal optimeres. Det centrale spørgsmål er, om ISD's (og de nationale) bestemmelser vedrørende investeringsselskaber tager tilstrækkelig højde for de potentielle lovgivningsmæssige risici i forbindelse med disse nye enheder. ATS udgør ikke en homogen gruppe⁸. En detaljeret analyse foretaget inden for FESCO viser imidlertid, at disse systemer meget ofte kan sidestilles med investeringsselskaber⁹. På grundlag af en vurdering fra sag til sag af den lovgivningsmæssige risikoprofil for de enkelte ATS kunne der ske en gradvis anvendelse af organisatoriske krav (artikel 10) og regler for god forretningsskik (artikel 11) med henblik på at modvirke eventuelle yderligere risici for investorer eller markedernes ordentlige funktion.

De nationale værdipapirmyndigheder påtænker at implementere denne politik som den foretrukne kortsigtede metode for tilsyn med ATS. Med forbehold af Domstolens eventuelle fortolkning vedrørende denne metodes overensstemmelse med ISD mener Kommissionen, at dette er en hensigtsmæssig overgangsløsning. Det vil være af afgørende betydning, at eventuelle supplerende krav anvendes på en ensartet måde, således at autoriserede investeringsselskabers rettigheder i henhold til passet ikke krænkes.

Denne pragmatiske løsning kan ikke være det sidste ord. Visse ATS bliver formentlig omdrejningspunkt for organiseret handel med finansielle instrumenter. De vil således være sårbare over for de samme risici som børser og "regulerede markeder" med hensyn til at bevare markedets tillid, gennemsigtigheden og en ordentlig og effektiv handel. Dette kan kræve, at bestemmelserne i ordningen for det "regulerede marked" anvendes. I øjeblikket er der en skarp opdeling i ISD mellem "investeringsselskaber" og "regulerede markeder". Dette udelukker, at elementer i ordningen for det "regulerede marked" ekstrapoleres på investeringsselskaber. Revisionen af ISD kunne derfor give mulighed for en (forholdsmæssig) anvendelse af bestemmelser vedrørende indberetning, gennemsigtighed og oplysningskrav på de ATS, der stort set ligner børser.

- *Hvilke af principperne og kravene i artikel 10 og 11 vil være af størst relevans i situationer, hvor alternative handelssystemer (ATS) yder infrastrukturtjenester? Er andre elementer i "investeringsselskabs"-ordningen potentielt relevante?*

⁸ Nogle ATS udgør et rudimentært elektronisk mødested (opslagstavle) for matching af ordrer, mens andre svarer til elektroniske inter-dealer-brokers eller dealer order-books.

⁹ "The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe": FESCO 00-064C, 25.9.2000. Dette dokument findes på www.europefesco.org.

- *Hvilke elementer i den lovgivningsmæssige ramme for “regulerede markeder” (f.eks. indberetning, gennemsigtighed, overvågning/håndhævelse) kunne - i betragtning af den funktionelle tilgang til reguleringen af ATS - være af størst relevans for de forskellige typer ATS?*

4. **REGULEREDE MARKEDER OG HANDELSINFRASTRUKTUREN**

Ved at udvide medlemsgrundlaget for børser og regulerede markeder har ISD indirekte fremmet konkurrencen mellem handelssystemerne. Incitamentet til at øge omsætningen er forstærket ved overgangen til et “for-profit”-grundlag. Mange børser har grebet de muligheder, der ligger i netværk med åbent medlemskab. Konkurrencen mellem børser er ved at blive intensiveret. Yderligere reduktioner i transaktionsomkostningerne gennem anvendelse af nye teknologier er begrænsede, idet mange europæiske børser allerede har nået den teknologiske grænse. Den mest lovende vej til yderligere vækst i indkomsterne vil være en øget omsætning, som vil resultere i stordriftsfordele. Nogle børser og nye markedsdeltagere forsøger at opnå tværeuropæisk udstrækning gennem organisk vækst. Andre børser ser imidlertid hen til vidtgående alliancer eller fuldt udviklede fusioner med en potentielt signifikant koncentration i omsætningen og dybere og mere likvide værdipapirmarkeder. Fordelene er ikke begrænset til stordriftsfordele i forbindelse med gennemførelsen af handler: de mere flygtige forbedringer med hensyn til større likviditet og bedre prisvekselvirkning vil i sidste ende være langt mere signifikante. Der kan være behov for tilpasninger eller udvidelser af ISD for at optimere denne udvikling med henblik på at:

- (1) støtte den effektive konkurrence om ordrestrømmen mellem børserne (“pas”)
- (2) præcisere lovgivningskravene til “regulerede markeder” for at bevare fordelene ved en ordentlig og effektiv handel (“høje principper”)
- (3) fremme en gennemsigtig prisfastsættelse på værdipapirer på individuelle børser og på tværs af handelssystemet som helhed
- (4) udforme en kollektiv tilgang til integrationen af og tilsynet med funktionerne vedrørende clearing og afregning af værdipapirer.

4.1. **Et fælles pas for “regulerede markeder”**

Selv om elektronisk baserede markeders ret til at drive skærmhandelsfaciliteter i medlemsstaterne kan anses for en forløber, giver ISD ingen fuldstændige pasrettigheder på “regulerede markeder”. For at gøre det lettere at udbyde handelstjenester for et bredt udvalg af europæiske værdipapirer må ISD's definition og bestemmelser angående “regulerede markeder” undersøges.

I øjeblikket defineres begrebet "reguleret marked" i artikel 1, stk. 13, delvis ved henvisning til kravene til optagelse af værdipapirer til notering (herunder betingelserne for optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs i direktiv 79/279). Betingelserne for optagelse til notering står i forreste linje, når det drejer sig om at sikre kvaliteten af de instrumenter, der handles på markederne, og tilstrækkelige oplysninger til investorerne. Der opstår vanskeligheder på grund af den fortsatte usikkerhed med hensyn til, hvordan "regulerede markeder" skal opfylde deres forpligtelser med henblik på at sikre, at alle værdipapirer opfylder kravene til "officiel notering" (som specificeret i direktiv 79/279)¹⁰. I hovedsagen har praksis hidtil været, at det regulerede marked skulle udføre noteringsfunktioner for alle værdipapirer, der handles på dette marked. Denne praksis med, at "regulerede markeder" officielt skal notere værdipapirer, kan i høj grad øge omkostningerne og begrænse konkurrerende markeds og børseres muligheder for at optage samme papirer til handel. Optagelse til notering og optagelse til handel skal derfor adskilles, hvis der skal sikres en mere aktiv konkurrence mellem handelssystemerne. Endvidere kræver strukturændringer såsom "demutualisation" af børser en omdefinering af, hvordan noterings- og offentliggørelsesmålene nås. Før der kan planlægges sådanne vidtgående tilpasninger, må der imidlertid findes et rimeligt grundlag for deling af de lovfæstede generalomkostninger ved notering og opfyldelse af tilhørende krav såsom udbredelse af prisfølsomme informationer. Uden passende arrangementer kan profitdrevne børser eventuelt forsøge at skille sig af med bekostelige noteringsfunktioner, navnlig hvis de opfatter konkurrenterne som "gratister" med hensyn til deres noteringstjenester. Dette kunne skade de vigtige "almene hensyn"-funktioner, som noteringen tjener. Implementeringen af denne fremgangsmåde bør stilles i udsigt i en ajourført definition af "regulerede markeder". Der kræves også en ny undersøgelse af bestemmelserne i direktiv 79/279¹¹.

Koncentrationsreglen i artikel 14, stk. 3, i ISD giver medlemsstaterne mulighed for at kræve, at transaktioner i forbindelse med visse finansielle instrumenter foretages på et "reguleret marked". Hensigten med denne bestemmelse var at øge investorbeskyttelsen ved at begrænse "off-market"-transaktioner til professionelle investorer. Handelen med finansielle instrumenter kunne imidlertid omdirigeres kunstigt til et bestemt reguleret marked. Investorbeskyttelsen er bedre tjent med passende bestemmelser rettet til markedsdeltagere, som handler på investorernes vegne, og med en streng håndhævelse af "best execution"-kravene. For at undgå vilkårlige eller uforholdsmæssige begrænsninger i konkurrencen mellem "regulerede markeder", kunne det være hensigtsmæssigt at undersøge "koncentrationsreglens" fortsatte berettigelse og/eller nuværende form.

¹⁰ Direktiv 79/279 af 5.3.1979 (EFT L 66 af 16.3.1979). Usikkerheden angående opfyldelse af de officielle optagelseskraav skærpes med hensyn til værdipapirer, som ikke falder ind under direktiv 79/279. Her rummer kravet om udarbejdelse af et prospekt for alle omsættelige værdipapirer, der udstedes på et marked, en sikkerhed.

¹¹ Foruden spørgsmålet om koblingen mellem notering og optagelse til handel mangler direktiv 79/279 klarhed med hensyn til omfanget af visse centrale begreber såsom "officiel notering" og "børs". Der kunne opstå uoverensstemmelser angående kvaliteten af værdipapirer, der handles på forskellige "regulerede markeder", og omfanget af de tilhørende oplysningsregler.

Artikel 15, stk. 5, i ISD bemyndiger medlemsstaterne til at begrænse oprettelsen af nye markeder på deres område. Som anerkendt af IOSCO er der legitime forhold vedrørende markedernes styring og funktion, der kræver passende autorisationsarrangementer for børser. Den foreliggende bestemmelse bør imidlertid revideres med henblik på at sikre, at den ikke anvendes til at vanskeliggøre aktiviteterne på "regulerede markeder", der er tilladt af myndighederne i partnerlande.

Kommissionen bemærker desuden, at ophjælpning af konkurrencen mellem kommercielt drevne børser også vil kræve årvågenhed hos monopolmyndighederne med henblik på at bremse enhver konkurrencebegrænsende kontrol med adgangen til privatejede handelsnet. Nye teknologibaserede markedsdeltagere eller konkurrence fra oversøiske markeder kan reducere denne fare ved at øge anfægteligheden i forbindelse med handelssystemer/børser. En overdreven koncentration af omsætningen i et eller flere privatejede handelssystemer kan imidlertid give anledning til bekymring. Denne bekymring vil være særlig udtalt, hvis den horisontale koncentration inden for handelssystemet ledsages af en vertikal integration spændende over handel, clearing og centrale systemer hos modparten. Fordelene ved en integreret omkostningsreduktion ("straight through processing") kunne så opvejes af de konkurrencebegrænsende konsekvenser af dominans i handelsinfrastrukturen.

- Kravene til "regulerede markeder" for så vidt angår opfyldelse af noteringsbetingelserne og kriterierne for optagelse til handel må præciseres. Dette vil også kræve en parallel ajourføring af direktiv 79/279. Hvilke betingelser er nødvendige for en vellykket implementering af en sådan fremgangsmåde, således at kravene til offentliggørelse bevares og kvaliteten af handelen med værdipapirer sikres?*
- Koncentrationsreglen i artikel 14, stk. 3, og forbudsmuligheden i artikel 15, stk. 5, må revideres med henblik på at reducere eventuelle uforholdsmæssige eller unødvendige restriktioner i "regulerede markeder" grænseoverskridende aktiviteter.*

4.2. Høje principper for "regulerede markeder"

ISD rummer bestemmelser om begrænset konvergens med hensyn til de betingelser, som markeder og børser skal opfylde for at opretholde tilliden til og stabiliteten på markedet. Den seneste strukturelle udvikling har belyst, hvordan forskelle i lovgivnings- og tilsynsmæssige krav kan vanskeliggøre en integration af handelen. En harmonisering af handelsreglerne er en forudsætning for et forenet marked. Der er også behov for en fælles lovgivningsmæssig og tilsynsmæssig reaktion på andre områder.

En rettidig og kvalitetspræget offentliggørelse af materielle oplysninger på et rimeligt grundlag forudsætter ensartede noteringskrav, prospekt, regelmæssig indberetning og offentliggørelse af prisfølsomme informationer. En fælles model for gennemsigtighed og indberetning er især vigtig, når transaktionerne er stærkt følsomme over for gennemsigtighedskravene. Uligheder inden for et system vil resultere i koncentration af denne handel på det sted, hvor gennemsigtighedsforpligtelserne er mindst krævende, og er således til skade for en effektiv prisgennemsigtighed inden for et forenet marked. Reglerne om

markedsmedlemskab og standarderne for markedsadgang må justeres for at forhindre, at deltagerne arbitrerer mellem forskellige punkter for adgang til den integrerede platform. Ethvert medlemskabs- eller optagelseskriterium skal være ikke-diskriminerende og objektivt med hensyn til indhold og implementering. Endelig kræves der tilsvarende fremgangsmåder i forbindelse med overvågning og håndhævelse samt disciplinærstraffe for at sikre ensartethed med hensyn til risikoafskrækkelse og straf.

Det er en meget stor lovgivnings- og tilsynsmæssig udfordring at styre den indvirkning, som børsernes indbyrdes konkurrence har på det europæiske markedssystems gennemsigtige, effektive og ordentlige funktion som helhed. To spørgsmål kræver særlig opmærksomhed. For det første øger en tættere integration af værdipapirmarkedene muligheden for, at lovgivnings- og tilsynsmæssige forskelle påvirker børsernes konkurrence om omsætningen. Når handelen er følsom over for de lovfæstede generalomkostninger, er der risiko for, at konkurrencen mellem ordningerne sker på bekostning af gennemsigtigheden og effektiviteten af EU's værdipapirmarkeder som helhed. For det andet må EU's lovgivningspraksis tages op til fornyet overvejelse i lyset af de øgede transmissionsvirkninger. Udviklingen på et reguleret marked kan udmærket have omgående og potentielt store indvirkninger på handelsvilkårene i andre medlemsstater. Foranstaltninger til at opretholde integriteten, tilliden og stabiliteten på markedet kan ikke længere udformes eller implementeres isoleret.

Der er behov for et fælles lovgivningsmæssigt perspektiv i EU. De interesser, der er på spil, er ikke begrænset til medlemsstater, som huser fusionerende børser: investeringsselskaber, investorer, emittenter og infrastrukturudbydere i hele EU er direkte berørt. Lovgivnings- eller tilsynsmæssige arrangementer, der gælder for en stor del af handelen med værdipapirer i Europa, må ikke have lov til at udvikle sig ad hoc som reaktion på de tekniske udfordringer fra en bestemt fusion/alliance. En sådan holdning truer også med at fastholde lovgivnings- og tilsynsmæssige forskelle i Europa, hvis hver storstilet fusion/alliance giver anledning til en særskilt lovgivnings- og tilsynsmæssig løsning.

ISD-bestemmelserne om "regulerede markeder" bør styrkes, således at der bliver et fælles sæt principper med hensyn til ordentlig handel, offentliggørelse og gennemsigtighed, markedsintegritet og standarder for overvågning og håndhævelse. Indarbejdelse af høje principper i EU-lovgivningen kan lette strukturændringerne på børserne ved at:

- begrænse den retlige usikkerhed omkring gældende lov eller jurisdiktion med hensyn til "regulerede markeder", som er til stede, aktive, eller som skal underkastes revision i forskellige medlemsstater
- sætte juridisk kraft bag forpligtelserne om samarbejde mellem markedets tilsynsmyndigheder, herunder definition af praktiske arrangementer, som skal lette samarbejdet mellem administrative myndigheder og kommercielle selvregulerende organisationer (SRO)

- bygge på mekanismer og bestemmelser, der anvendes i anden EU-lovgivning om finansielle tjenesteydelser. I den forbindelse kunne opmærksomheden rettes mod kapitalkravene (for at sikre, at "regulerede markeder" har kapacitet til at fastholde systemerne), kravene vedrørende store engagementer, "fit and proper"-tests for ledelsen og mekanismer vedrørende overtagelse af kvalificerende interesser (for at kontrollere interessekonflikter vedrørende ledelsesstrukturer)
- øge gennemsigtigheden for markedets operatører og tilsynsmyndigheder for så vidt angår regler for rimelig og ordentlig handel, arbejdsbetingelser og ejerstrukturer.

De nationale myndigheder på værdipapirområdet, som mødes i FESCO, har udarbejdet et sæt generiske "standarder for regulerede markeder". Disse standarder udgør et praktisk referencepunkt for yderligere overvejelser på ovennævnte områder.

En sidste overvejelse angående udformningen af høje principper for "regulerede markeder" i forbindelse med revisionen af ISD angår handelen med værdipapirer. En mulighed ville være at begrænse fokus til "regulerede markeder", som tager sig af offentlig tilgængelig handel med aktier, ud fra den begrundelse, at den reelle økonomi og den private investor hovedsagelig er udsat for denne type værdipapirforretninger. Det er derfor her, behovet for gennemsigtighed og offentliggørelse er størst. En anden fremgangsmåde vil være at medtage alle organiserede systemer, hvor der er mulighed for offentlig tilgængelig handel, uanset det finansielle instrument (inklusive varederivater og eventuelle andre instrumenter, der er udelukket fra bilag B i ISD). Denne fremgangsmåde kan kræve en gradueret anvendelse af høje principper for at tage hensyn til det forhold, at organiseret handel med forskellige instrumenter giver anledning til forskellige lovgivningsmæssige spørgsmål afhængig af markedsmodellen og omfanget af inter-professionelle forretninger.

- *ISD's nuværende definition og bestemmelserne vedrørende "regulerede markeder" er utilstrækkelige til at klare de lovgivnings- og tilsynsmæssige udfordringer, der følger af den skærpede konkurrence og det udvidede samarbejde mellem børserne. På hvilke områder kunne regularbitrage på tværs af børserne bringe en ordentlig, effektiv og gennemsigtig værdipapirhandel i fare?*
- *Bør de høje principper for markeder begrænses til offentlig tilgængelig handel med værdipapirer eller udvides til organiseret handel med alle finansielle instrumenter? Bør de høje principper skræddersyes til de lovgivnings- og tilsynsmæssige risici, der er forbundet med forskellige typer marked eller handel? Hvilke bestemmelser bør anvendes på en gradueret måde?*
- *Svarpersonerne opfordres til at udtale sig om, hvorvidt og hvordan visse principper eventuelt kan indarbejdes i EU-lovgivningen, og hvilke lovgivningsmæssige målsætninger der bør fokuseres på?*

4.3. Gennemsigtighed

En høj grad af gennemsigtighed er kendetegnet på et effektivt marked og er den bedste garanti for investorernes interesser. Uanset artikel 21 i ISD er der store forskelle i graden af gennemsigtighed på de forskellige regulerede markeder i EU. Med fremkomsten af elektroniske ordrestyrede systemer som den dominerende markedsmodel for aktiehandel vil den del af markedet få størst fordel af bestemmelser om fremme af en effektiv gennemsigtighed. Kravene bør formuleres ud fra de resultater, der skal opnås, snarere end foreskrive detaljerede markedsmetoder.

Forskellene er særlig udprægede med hensyn til gennemsigtighedskrav for handel med institutionelle investorer. På flere europæiske markeder foregår denne aktivitet "off market", hvilket muligvis svækker den samlede likviditet og prisgennemsigtighed for værdipapirer. I en kontekst, hvor markederne konkurrerer aktivt om denne type aktivitet, kan der være behov for fælles løsninger for at sikre, at uklar blokhandel ikke unødigt mindsker kvaliteten af prisfastsættelsen på værdipapirer for private og andre investorer.

Segmenteringen af værdipapirhandelen på basis af nationale administrative og valutariske grænser må ikke afløses af en markedsbaseret løsning omfattende utilstrækkelige tekniske eller lovgivningsmæssige forbindelser mellem handelssystemer. Hvis der er flere europæiske handelsplatforme, kan det være nødvendigt at fremme vekselvirkningen mellem de forskellige prisfastsættelsessystemer. Reguleringen bør imidlertid ikke forsøge at diktere markedsstrukturer eller -løsninger. Den bør i stedet øge fordelene ved gennemsigtighed og effektiv prisvekselvirkning. Uden dette vil de potentielle muligheder på et enkelt integreret marked ikke blive optimeret. Endnu et forhold er, at der formentlig ikke kan stilles tidstro prisfølsomme oplysninger til rådighed for investorerne på tværs af de forskellige handelssystemer¹².

- *Hvordan kan ISD-bestemmelserne om gennemsigtighed opgraderes på en fornuftig måde? I hvilket omfang er der behov for fælles fremgangsmåder for at sikre, at "off market"-handelen ikke unødigt hæmmer en effektiv prisfastsættelse på værdipapirer for alle investorer?*
- *Udgør fragmenteringen af handelen på tværs af forskellige systemer en trussel mod likvide og effektive værdipapirmarkeder? Hvilke praktiske skridt kunne der tages til fremme af en effektiv prisvekselvirkning på tværs af konkurrerende "regulerede markeder"?*

¹²

Det amerikanske fortilfælde (tilbage til 1970'erne) viser, at mekanismer for prisgennemsigtighed på tværs af markedet kan være effektive med hensyn til at fremme pooling af likviditet.

4.4. Clearing og afvikling

Fjernadgang: Clearing- og afviklingsfunktionerne behandles direkte i artikel 15, stk. 1, i ISD, hvor det kræves, at adgangen til regulerede markeder skal være ledsaget af adgang til de underliggende clearing- og afviklingssystemer. Nogle medlemsstater har forpligtet fjernmedlemmer til at anvende lokalt etablerede mellemmands kontorer til clearing- og afviklingsformål. Denne indirekte adgang øger kompleksiteten og omkostningerne og griber ind i den rettidige og effektive udførelse af transaktionerne. Direktivet om endelig afregning fjerner en usikkerhed ved at eliminere de komplikationer, der kan opstå, såfremt en modpart i en anden medlemsstat bliver insolvent. Der består imidlertid fortsat vanskeligheder. Et eksempel er pengemyndighedernes tilbageholdenhed med at give partnerlandenes investeringsselskaber de nødvendige kontofaciliteter til at afvikle transaktioner i "centralbankpenge". Dette tvinger fjernmedlemmer af det lokale "regulerede marked" til at benytte lokale korrespondentbanker med henblik på endelig afregning (i lovligt betalingsmiddel) af kontantdelen af værdipapirtransaktionen. Uden en løsning på disse spørgsmål vil fjernmedlemskab af clearing- og afviklingssystemet blive alvorligt undermineret.

Afvikling: Til trods for udvisningen af grænsen mellem nationale værdipapircentraler og internationale værdipapircentraler er den grænseoverskridende afvikling af værdipapirtransaktioner fuld af tekniske og juridiske vanskeligheder. ESCB forsøger i øjeblikket at klare de tekniske hindringer for effektive forbindelser mellem værdipapirafregningssystemerne ved at bygge på standardiseringsarbejder i internationale fora¹³. For at blive fuldt optimeret bør de resterende juridiske hindringer for grænseoverskridende overførsel og udarbejdelse af adkomstbeviser fjernes¹⁴.

Clearing: Multilateral netting og centrale modpartsfunktioner, som nu er veletablerede i handelen med afledte papirer og fast forrentede værdipapirer, er også ved at blive af afgørende betydning for den centrale del af handelen med aktier. Samtidig med at denne udvikling støtter en effektiv handel, medfører den også en koncentration af systemrisici i regnskaberne hos de centrale modparter. Dette vil blive skærpet gennem den geografiske konsolidering, der kan opstå i visse handelssystemer, som er afhængige af clearingfunktioner, der udføres i andre medlemsstater.

Alle autoriserede clearingcentraler er genstand for løbende tilsyn og omfattende risikostyringsteknikker¹⁵. Definition, tilsyn og håndhævelse i forbindelse med disse standarder sker hovedsagelig på nationalt plan. Det kan nu være berettiget at overveje disse spørgsmål på EU-plan. Disse overvejelser kunne fokusere på de centrale principper og elementer for lovgivning og tilsyn med clearing samt de nødvendige mekanismer til at sikre effektivt samarbejde og kommunikation mellem relevante tilsynsmyndigheder.

¹³ G-10/IOSCO's (International Organisation of Securities Commissions) fælles task force til definition af principper for afregningstransaktioner for værdipapirer (udformet efter "Lamfalussy"-standarderne for systemisk vigtige betalingssystemer).

¹⁴ Disse problemer er særlig udprægede for ihænde-haverpapirer.

¹⁵ Disse arrangementer omfatter regelmæssig mark-to-market nyvurdering af positioner, opsigelse af tabsgivende papirer, brug af initiale og intra-day-margenkrav, standarder for kontantafvikling, krav til medlemskab og kapitalkravsbestemmelser. Disse forholdsregler overvåges særdeles nøje.

Parallelt med ændringen af ISD bør disse fælles overvejelser tage sigte på at skabe en klar forståelse for de tilsynsmæssige ordninger for clearingcentraler, som er nødvendige for at bevare stabiliteten i et integreret system for handel med værdipapirer.

- *Svarpersonerne opfordres til at udtale sig om de praktiske problemer i forbindelse med adgangen til partnerlandenes clearing- og afviklingssystemer samt arten af de juridiske og administrative hindringer for grænseoverskridende værdipapirafvikling.*
- *Hvilke områder bør værdipapirtilsynsmyndighederne især rette opmærksomheden mod, når de overvejer eventuelle grænseoverskridende forgreninger af en konsolidering af clearing og centrale modpartsfunktioner? Hvilke foranstaltninger kan være de mest effektive til at styre sådanne risici?*

5. DEN VIDERE UDVIKLING

En omfattende revision af ISD, som planlagt i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, er et centralt element i reformen af den europæiske lovgivnings- og tilsynsramme med henblik på at klare de nye udfordringer på værdipapiriområdet. En ajourføring af ISD kan lette den europæiske udvikling hen imod øget likviditet, effektivitet og stabilitet. Passivitet risikerer at svække de positive eksterne virkninger og almene fordele, som effektive værdipapirmarkeder, karakteriseret ved gennemsigtighed og integritet, rummer for det samlede økonomiske system.

I betragtning af de talrige spørgsmål vedrørende fortolkning og implementering af mange ISD-bestemmelser, der er opstået i investeringsservicedirektivets levetid, mener Kommissionen, at ISD bør underkastes en omfattende gennemgang, hvis der skal tilvejebringes et operationelt pas for investeringsselskaber. Dette er det eneste middel til at give den nødvendige retssikkerhed og klarhed.

- *Såfremt svarpersonerne mener, at der med fordel kan udarbejdes høje EU-principper for "regulerede markeder", opfordres de til at angive, om disse elementer skal indarbejdes i et enkelt udvidet ISD, eller om de høje principper for regulerede markeder skal gå over til at være et selvstændigt punkt i EU-lovgivningen? Hvor meget haster det med at få vedtaget høje principper?*

5.1. Udformningen af et revideret ISD:

Den fart, hvormed de finansielle markeder ændrer sig, og farerne ved at kodificere detaljerede gennemførelsesbestemmelser i EU-lovgivningen taler i høj grad til fordel for et ISD, som er begrænset til en central principklæring. Disse principper bør afspejle et klart sæt underliggende principper, som er baseret på traktatens friheder, og som egner sig til en utvetydig fortolkning.

Et ISD, som er begrænset til angivelse af høje principper, må ikke resultere i en vækst i nationale fortolkninger og gennemførelsesbestemmelser. Det vil være nødvendigt med en løbende opdateret vejledning om definitionerne og bestemmelserne i ISD for at sikre, at direktivet giver førsteklases investorbeskyttelse og effektiv markedsadgang. Dette kan nås gennem en sammenhængende og struktureret fremgangsmåde med henblik på at 1) formulere

ajourførte fortolkninger af begreber, 2) fremme et løbende realtidssamarbejde mellem nationale myndigheder og 3) sikre fælles standarder for håndhævelse og gennemførelse hos de tilsynsmyndigheder, der er i forreste linje. Der er også behov for midler, som giver tilsynsmyndighederne og håndhævelsesorganerne mulighed for at henlede lovgiverens opmærksomhed på væsentlige problemer, som skal løses gennem lovgivningen.

Disse spørgsmål overvejes i øjeblikket af Vismandsudvalget for Værdipapirmarkederne, som skal fremlægge en slutrapport i første halvdel af 2001. Konklusionerne fra dette udvalg kan forhåbentlig udgøre et oplæg til en EU-lovgivning, der kombinerer juridisk klarhed og sikkerhed med en mulighed for at reagere på markedsudviklingen samt en afbalanceret og streng håndhævelse.

5.2. Ledende principper for revision af ISD:

Det er klart, at den fremherskende ustabilitet i markedsforholdene gør det vanskeligere at forberede EU's lovgivningsinitiativer. De spørgsmål, der står i forreste linje nu, er måske ikke dominerende, når først markedsforholdene har stabiliseret sig. På den anden side er der brug for ændringer for at udnytte en effektivitetsfremmende udvikling, der ellers kunne blive hæmmet eller betydelig forsinket. Uden en kollektiv lovgivnings- eller tilsynsramme kunne markedsudviklingen i et mindre antal EU-lande måske diktere udformningen af markedsmodellerne og lovgivningsparadigmerne i flere år frem i tiden. Træffes der ikke foranstaltninger nu, kan EU's politiske beslutningstagere og markedsdeltagere komme til at stå over for en løsning, som er under det optimale set i et kollektivt eller langfristet perspektiv.

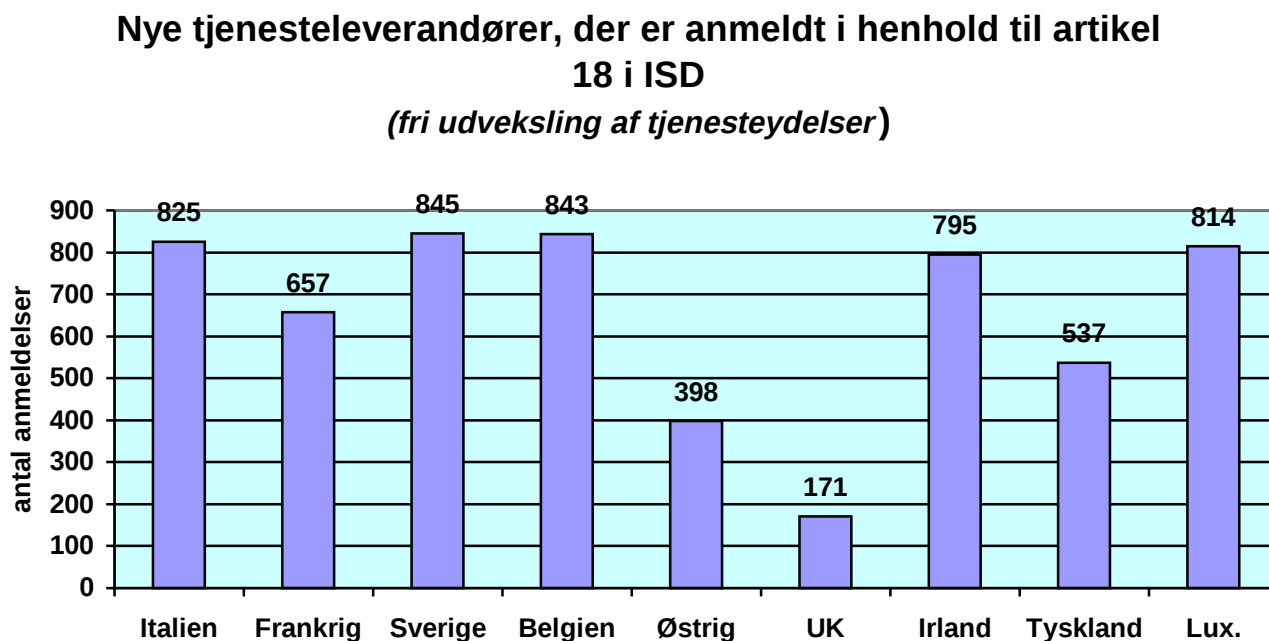
En række ledende principper vil bidrage til at sikre, at ISD får held til at tage udfordringerne op i det nye miljø for handel med værdipapirer:

- *Et revideret ISD bør understøtte et effektivt pas og en effektiv konkurrence mellem platforme for handel med værdipapirer, hvorved der sikres adgang på rimelige og ikke-diskriminerende vilkår til væsentlige handelsinfrastrukturer.* Understøttelse af og kontrol med denne åbne adgang vil være af afgørende betydning, når det drejer sig om at sikre, at handelsstrukturen forbliver konkurrencedygtig.
- *Fremme af traktatens friheder må ikke ske på bekostning af investorbeskyttelse, markedsintegritet og stabilitet.* Dette kræver en omhyggelig harmonisering af centrale lovgivningsforanstaltninger - navnlig med hensyn til beskyttelse af private investorer. Regulering og tilsyn i forbindelse med mellemmand er en af grundpillerne i investorbeskyttelse og markedsintegritet.
- *Fordelene ved dybe og likvide værdipapirmarkeder skal kunne udnyttes af alle emittenter - uanset størrelse:* denne målsætning kan bedst tjenes ved at fremme dybe og likvide markeder, som er tilgængelige på grundlag af klare og ajourførte regler og strømlinede procedurer. En reduktion af indholdet af oplysningskravene for små emittenter kunne vise sig at virke mod hensigten.
- *De europæiske finansmarkeders konkurrenceevne bør øges.* Levende og konkurrencedygtige værdipapirmarkeder, karakteriseret ved effektiv handel og afvikling, kan i høj grad sikre tilstrømning af international kapital.

- *De europæiske markeder bør være i stand til at drage fordel af den umiddelbart forestående globalisering af værdipapirmarkederne.* Der er udsigt til en global 24 timers handel. Den europæiske ramme for regulering og tilsyn bør sikre, at de europæiske markeder og virksomheder får fuld fordel af denne proces og fuld adgang til markeder i tredjelande - et centralt emne for den næste forhandlingsrunde under WTO.
- *Det må undgås, at der opstår lovgivningsmæssig skævhed i retning mod særlige forretningsmodeller eller markedsstrukturer.* Regler, som utilsigtet er til gunst for særlige forretningsmodeller eller markedsstrukturer, kunne undertrykke innovationen og være til skade for EU-markedernes konkurrenceevne. Udformningen og anvendelsen af regler skal også være neutral med hensyn til markedsmodel eller teknologi. Endelig egner de lovgivnings- og tilsynsmæssige arrangementer for aktiehandel sig ikke nødvendigvis til organiseret handel med andre instrumenter, såsom derivater og fast forrentede værdipapirer. Ved udformningen og anvendelsen af lovbestemmelser kan en "light-touch" differentieret fremgangsmåde være berettiget for markeder, der domineres af interprofessionel aktivitet. For at imødekomme disse forskellige behov bør ISD-bestemmelserne omfatte en funktionel metode til regulering af risici snarere end fastsætte bestemmelser, der afspejler et eksisterende institutionelt landskab.

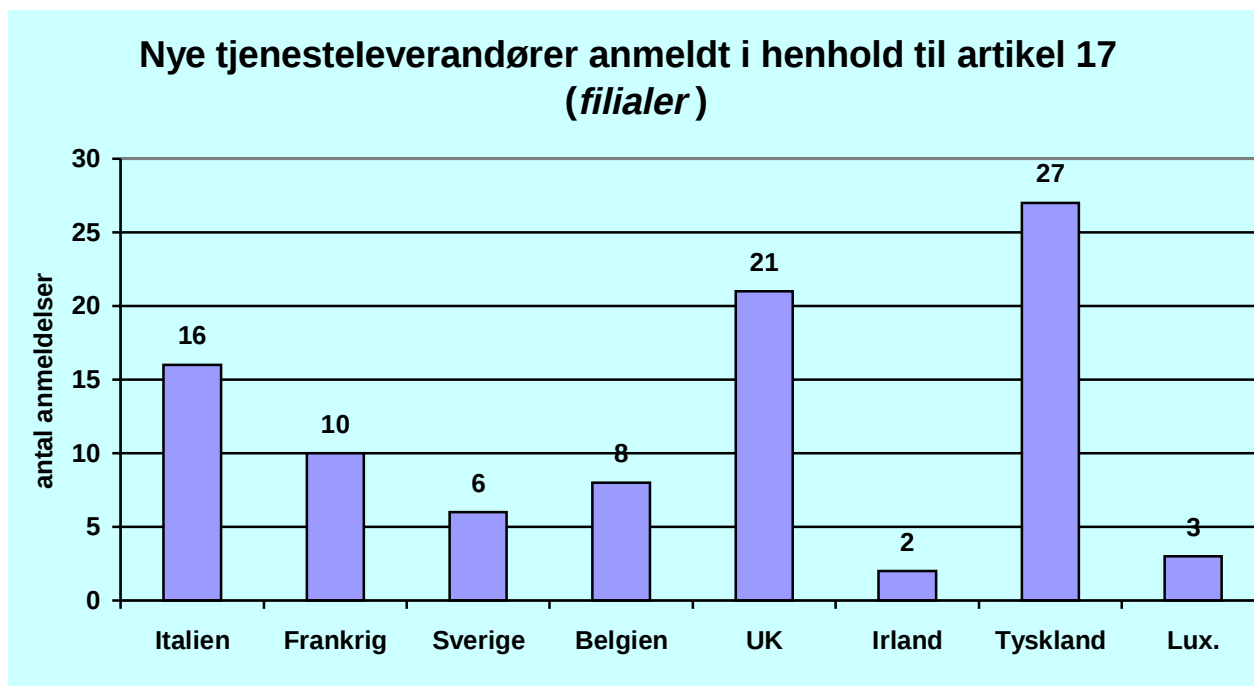
Der ønskes kommentarer til omfanget, præsentationen og analysen af dette diskussionsoplæg samt detaljerede kommentarer til de enkelte ISD-bestemmelser i arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene.

Figur 1a:



Kilde: De nationale tilsynsmyndigheder på værdipapirområdet. Situationen pr. september 2000.

Figur 1b:



- LISTE OVER EMNER, DER ØNSKES KOMMENTERET -

Et effektivt fælles pas for investeringsselskaber:

- *Et effektivt fælles pas for investeringsselskaber kræver en nyovervejelse af undtagelserne i artikel 2, stk. 2, og artikel 2, stk. 4, samt en vurdering af, hvorvidt nogen af de ikke-centrale tjenester bør opgraderes til centrale tjenester.*
- *Revisionen af ISD bør klart angive, hvordan de enkelte bestemmelser skal skræddersys til de forskellige centrale tjenester med henblik på at undgå markante forskelle i de nationale tilsynsordninger, som hæmmer grænseoverskridende levering af tjenester. Svarpersonerne opfordres til at påpege de bestemmelser i ISD, der eventuelt kunne anvendes på en anden måde, og angive, hvordan de burde tilpasses de forskellige centrale tjenester.*
- *Hjemlandstilsynet bør implementeres uden forhåndsbetingelser for tjenester, der ydes til professionelle modparter. Bortset fra adfærdsreglerne, er der så andre ISD-bestemmelser, der kunne indeholde en klar og anvendelig skelnen mellem professionel og privat?*
- *Svarpersonerne opfordres til at kommentere de lovgivnings- og tilsynsspørgsmål, hvor det som en overgangsforanstaltning kræves, at værtslandet fortsat spiller en rolle, Hvilke ledsageforanstaltninger er en forudsætning for, at værtslandets resterende ansvarsområder afvikles?*

Nye former for levering af tjenester:

- *Hvilke af principperne og kravene i artikel 10 og 11 vil være af størst relevans i situationer, hvor alternative handelssystemer (ATS) yder infrastrukturtjenester? Er andre elementer i "investeringsselskabs"-ordningen potentielt relevante?*
- *Hvilke elementer i lovgivningsrammen for "regulerede markeder" (f.eks. indberetning, gennemsigtighed, overvågning/håndhævelse) kunne - i betragtning af den funktionelle tilgang til reguleringen af ATS - være af størst relevans for de forskellige typer ATS?*

Effektiv konkurrence mellem "regulerede markeder":

- *Kravene til "regulerede markeder" for så vidt angår opfyldelse af noteringsbetingelserne og kriterierne for optagelse til handel må præciseres. Dette vil også kræve en parallel ajourføring af direktiv 79/279. Hvilke betingelser er nødvendige for en vellykket implementering af en sådan fremgangsmåde, således at kravene til offentliggørelse bevares, og kvaliteten af handelen med værdipapirer sikres?*
- *Koncentrationsreglen i artikel 14, stk. 3, og forbudsmuligheden i artikel 15, stk. 5, må revideres med henblik på at reducere eventuelle uforholdsmæssige eller unødvendige restriktioner i "regulerede markeder" grænseoverskridende aktiviteter.*

Høje principper for "regulerede markeder":

- *ISD's nuværende definition og bestemmelser vedrørende "regulerede markeder" er utilstrækkelige til at klare de lovgivningsmæssige og tilsynsmæssige udfordringer, der følger af den skærpede konkurrence og det udvidede samarbejde mellem børserne. På hvilke områder kunne regelarbitrage på tværs af børserne bringe en ordentlig, effektiv og gennemsigtig værdipapirhandel i fare?*

- Bør de høje principper for markeder begrænses til offentlig tilgængelig handel med værdipapirer eller udvides til organiseret handel med alle finansielle instrumenter? Bør de høje principper skræddersys til de lovgivnings- og tilsynsmæssige risici, der er forbundet med forskellige typer marked eller handel? Hvilke bestemmelser bør anvendes på en gradueret måde?
- Svarpersonerne opfordres til at udtale sig om, hvorvidt og hvordan visse principper eventuelt kan nedfældes i EU-lovgivningen, og hvilke lovgivningsmæssige målsætninger der bør fokuseres på?
- Såfremt svarpersonerne mener, at der med fordel kan udarbejdes høje EU-principper for "regulerede markeder", opfordres de til at angive, om disse elementer skal indarbejdes i et enkelt udvidet ISD, eller om de høje principper for regulerede markeder bør overgå til et selvstændigt punkt i EU-lovgivningen? Hvor meget haster det med at få vedtaget høje principper?

Fremme af gennemsigtigheden:

- Hvordan kan ISD-bestemmelserne om gennemsigtighed opgraderes på en fornuftig måde? I hvilket omfang er der behov for fælles fremgangsmåder for at sikre, at "off-market"-handelen ikke unødigt hæmmer en effektiv prisfastsættelse på værdipapirer for alle investorer?
- Udgør fragmenteringen af handelen på tværs af forskellige systemer en trussel mod likvide og effektive værdipapirmarkeder? Hvilke praktiske skridt kunne der tages til fremme af en effektiv prisvekselvirkning på tværs af konkurrerende "regulerede markeder"?

Clearing og afvikling:

- Svarpersonerne opfordres til at udtale sig om de praktiske problemer i forbindelse med adgangen til partnerlandenes clearing- og afviklingssystemer samt arten af de juridiske og administrative hindringer for grænseoverskridende værdipapirafvikling.
- Hvilke områder bør værdipapirtilsynsmyndighederne især rette opmærksomheden mod, når de overvejer eventuelle grænseoverskridende forgreninger af en konsolidering af clearing og centrale modpartsfunktioner? Hvilke foranstaltninger vil med størst virkning kunne styre sådanne risici?

INDHOLDSFORTEGNELSE

RESUME -	2
1. Indledning	5
1.1. Gennemførelse af konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon.....	5
1.2. Strukturelle ændringer på EU's finansielle markeder.....	6
2. Vurdering af investeringsservicedirektivet (ISD)	6
2.1. Struktur og udformning	6
2.2. Strukturelle begrænsninger for ISD's effektivitet	8
3. Et fuldt operationelt fælles pas.....	9
3.1. Præcisering og udvidelse af rettighederne i forbindelse med passet.....	9
3.2. Beskyttelse af investorer og kontrol med tilsynsmæssig overlapning	10
3.3. Nye markedsdeltagere - Alternative handelssystemer	12
4. Regulerede markeder og handelsinfrastrukturen	13
4.1. Et fælles pas for “regulerede markeder”	13
4.2. Høje principper for “regulerede markeder”	15
4.3. Gennemsigtighed.....	18
4.4. Clearing og afvikling.....	19
5. Den videre udvikling	20
5.1. Udformningen af et revideret ISD:.....	20
5.2. Ledende principper for revision af ISD:.....	21