



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 28.4.2004
COM(2004) 312 τελικό

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΣΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ
ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ**

**Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση – Κατευθύνσεις για τα
επόμενα βήματα**

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΣΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ
ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ**

**Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση – Κατευθύνσεις για τα
επόμενα βήματα**

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Εισαγωγή

Η σημερινή κατάσταση

1. Οι μηχανισμοί εκκαθάρισης και διακανονισμού
2. Οι φραγμοί που εντοπίζονται στις εκθέσεις Giovannini
3. Απουσία κοινού κανονιστικού / εποπτικού πλαισίου
4. Άνισοι όροι ανταγωνισμού

Οι στόχοι της Επιτροπής

Οι συγκεκριμένες πρωτοβουλίες της Επιτροπής

1. Η δημιουργία ομάδας διαβούλευσης και παρακολούθησης του σχεδίου “εκκαθάριση και διακανονισμός”
2. Μια οδηγία-πλαίσιο για αποτελεσματικές και ασφαλείς δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού σε πανευρωπαϊκό επίπεδο
 - 2.1 Δικαιώματα πρόσβασης και επιλογής
 - 2.2 Κοινό κανονιστικό / εποπτικό πλαίσιο
 - 2.3 Διακυβέρνηση
3. Αντιμετώπιση των νομικών και φορολογικών αποκλίσεων
 - 3.1 Ασφάλεια δικαίου
 - 3.2 Φορολογικά θέματα
4. Πολιτική ανταγωνισμού

Συμπεράσματα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δημιουργία ενοποιημένης και αποτελεσματικής ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα και πλέον φιλόδοξα οικονομικά σχέδια σε εξέλιξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Από την έναρξη εφαρμογής του προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες το 1999, η πρόοδος προς την επίτευξη του στόχου αυτού ήταν ουσιαστική, τόσο στο επίπεδο των νομοθετικών μέτρων όσο και σε εκείνο της ενοποίησης της αγοράς.

Καθοριστικό στοιχείο του πλαισίου αυτού θα είναι η ασφάλεια και η αποτελεσματικότητα των μηχανισμών που είναι αναγκαίοι για την οριστικοποίηση των συναλλαγών σε τίτλους (εκκαθάριση και διακανονισμός). Οι μηχανισμοί αυτοί, οι οποίοι σε μεγάλο βαθμό δεν είναι ορατοί στους μικροεπενδυτές, βρίσκονται στο επίκεντρο όλων των αγορών τίτλων και είναι απαραίτητοι για την καλή λειτουργία τους.

Παρόλο που οι έννοιες στις οποίες βασίζονται αυτές οι διαδικασίες και μηχανισμοί είναι απλές, η οργάνωση και η λειτουργία τους είναι πολύ πολύπλοκες, ιδίως σε διασυνοριακό πλαίσιο. Οι καθαρά εγχώριες δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ είναι ασφαλείς και σχετικά αποτελεσματικές από πλευράς κόστους. Αντίθετα, οι διασυνοριακοί μηχανισμοί είναι πολύπλοκοι και κατακερματισμένοι, με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους, των κινδύνων και της αναποτελεσματικότητας. Χωρίς αποτελεσματικούς μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού, οι συμμετέχοντες στις αγορές δεν θα έχουν ούτε την ικανότητα ούτε την επιθυμία να αυξήσουν στα βέλτιστα επίπεδα τον όγκο των συναλλαγών τους σε ευρωπαϊκές κινητές αξίες· η ρευστότητα των αγορών θα επηρεάζεται αρνητικά και το κόστος του κεφαλαίου θα παραμένει αδικαιολόγητα υψηλό.

Υπό τις συνθήκες αυτές, οι δυνάμεις της αγοράς προβάλλουν ένα γενικό αίτημα για πολύ μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Η εισαγωγή του ευρώ και οι βελτιώσεις στην τεχνολογία της πληροφορίας συνέβαλαν στην αύξηση του αριθμού και της σχετικής σημασίας των διασυνοριακών συναλλαγών, εντείνοντας έτσι τις πιέσεις στους διασυνοριακούς μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού και τις προσδοκίες των συμμετεχόντων σε αυτούς. Οι πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού επιδιώκουν να βελτιώσουν τις επιδόσεις τους, να μειώσουν το κόστος και να αποκτήσουν διευρωπαϊκή παρουσία, μόνοι τους ή με συγχωνεύσεις και συμμαχίες, γεγονός που οδηγεί ήδη στις πρώτες σημαντικές αναδιαρθρώσεις. Ταυτόχρονα, οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές λαμβάνουν μέτρα για να αυξήσουν τη σαφήνεια και την ομοιογένεια των προτύπων που εφαρμόζονται στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού, να προσαρμόσουν τις εποπτικές μεθόδους τους στις εξελίξεις στις αγορές και να ενισχύσουν την ασφάλεια.

Στην παρούσα ανακοίνωση, η Επιτροπή παρουσιάζει τις ενέργειες που προτίθεται να αναλάβει για να βελτιώσει τους μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού. Η προσέγγιση της Επιτροπής βασίζεται στις ακόλουθες γενικές κατευθύνσεις:

- ο στόχος που πρέπει να επιδιωχθεί είναι η δημιουργία αποτελεσματικής, ενοποιημένης και ασφαλούς αγοράς υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων·
- η ενοποίηση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων θα απαιτήσει τη συνδυασμένη παρέμβαση των δυνάμεων της αγοράς και των δημόσιων αρχών. Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή θα προσπαθήσει να προωθήσει το συντονισμό μεταξύ των φορέων του ιδιωτικού τομέα και των ρυθμιστικών και νομοθετικών αρχών, προκειμένου να επιτύχει τον επιθυμητό στόχο με τον αποτελεσματικότερο τρόπο·

- σε ένα ενοποιημένο περιβάλλον χωρίς φραγμούς, οι πάροχοι των υποδομών και οι χρήστες των υπηρεσιών αυτών πρέπει να έχουν δυνατότητα επιλογής και πρόσβασης στο σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού που καλύπτει καλύτερα τις ανάγκες τους, το οποίο θα έχει λάβει άδεια και θα εποπτεύεται με τις ισχύουσες διαδικασίες και θα συμμορφώνεται πλήρως με τους κανόνες ανταγωνισμού της ΕΕ. Για να επιτευχθεί αυτή η απελευθέρωση και να εξασφαλιστεί η αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων, η κανονιστική παρέμβαση στο επίπεδο της ΕΕ με την έκδοση οδηγίας-πλαισίου φαίνεται αναγκαία.
- κατά την άσκηση των εξουσιών της, η Επιτροπή θα σεβαστεί τις αρχές της επικουρικότητας και της αναλογικότητας που διακηρύσσει η Συνθήκη ΕΕ, καθώς και την ποικιλία των προσεγγίσεων στα διάφορα κράτη μέλη όσον αφορά τις διαρθρώσεις της αγοράς.
- η νομική βάση της εκκαθάρισης και του διακανονισμού στην ΕΕ πρέπει να είναι σαφής, ασφαλής και συνεκτική.
- η συγκέντρωση των δραστηριοτήτων εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ πρέπει να κατευθύνεται κυρίως από τις δυνάμεις της αγοράς και να μην αντίκειται στο δημόσιο συμφέρον.

Η Επιτροπή καλεί το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, την Επιτροπή των Περιφερειών, τις εθνικές ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, τις άλλες ευρωπαϊκές και εθνικές οργανώσεις και ομοσπονδίες, τους φορείς των αγορών, τους θεσμικούς επενδυτές, τους παρόχους υποδομών και όλους τους άλλους ενδιαφερομένους να της υποβάλλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με όλες τις πτυχές της παρούσας ανακοίνωσης έως τις 30 Ιουλίου 2004.

Η Επιτροπή θα λάβει εντός του 2005 τις τελικές της αποφάσεις όσον αφορά τις κατευθύνσεις των μελλοντικών ενεργειών της και το ακριβές περιεχόμενο των μέτρων που θα είναι ενδεχομένως αναγκαία.

Η ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

1. Οι μηχανισμοί εκκαθάρισης και διακανονισμού

Στην παρούσα ανακοίνωση, οι όροι “εκκαθάριση και διακανονισμός” (“*clearing and settlement*”) περιγράφουν το σύνολο των αναγκαίων μηχανισμών για την οριστικοποίηση μιας συναλλαγής σε αξίες ή σε παράγωγα μέσα¹. Οι μηχανισμοί αυτοί καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα οργανισμών, εργαλείων, κανόνων, διαδικασιών, προτύπων και τεχνικών μέσων.

Η εκτέλεση των λειτουργιών εκκαθάρισης και διακανονισμού ανατίθεται συνήθως σε οργανισμούς όπως τα κεντρικά αποθετήρια αξιών και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Τα κεντρικά αποθετήρια εκτελούν κυρίως λειτουργίες που σχετίζονται με το *διακανονισμό* και τη *φύλαξη*, ενώ οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι εκτελούν τις λειτουργίες που σχετίζονται με την *εκκαθάριση*. Τα κεντρικά αποθετήρια αξιών και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι δεν έρχονται συνήθως σε επαφή με τους μικροεπενδυτές. Η πρόσβαση στους οργανισμούς αυτούς εξασφαλίζεται μέσω άλλων οντοτήτων – τους θεματοφύλακες και τα εκκαθαριστικά μέλη –

¹ Εάν δεν διευκρινίζεται διαφορετικά, ο όρος “συναλλαγή(ές)” σε τίτλους θεωρείται ότι περιλαμβάνει τις συναλλαγές σε αξίες και σε παράγωγα μέσα.

οι οποίες ενεργούν ως διαμεσολαβητές για τις δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού. Ωστόσο, ορισμένοι διαμεσολαβητές δεν επιθυμούν να έχουν άμεση πρόσβαση σε αυτούς τους οργανισμούς και απευθύνονται σε άλλους διαμεσολαβητές για το σκοπό αυτό. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα μια πολυεπίπεδη διάρθρωση διαμεσολάβησης.

Συνοπτικά, το σύνολο των θεσμικών διακανονισμών που απαιτούνται για την οριστικοποίηση μιας συναλλαγής σε τίτλους μπορεί να οριστεί ως *σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων*. Εντός του γενικού αυτού πλαισίου, μπορεί να γίνει περαιτέρω διάκριση μεταξύ συστημάτων διακανονισμού τίτλων, κεντρικών αντισυμβαλλομένων, θεματοφυλάκων και εκκαθαριστικών μελών. Τα συστήματα διακανονισμού τίτλων θεωρούνται ότι περιλαμβάνουν όλους τους οργανισμούς που εκτελούν τις λειτουργίες του προ-διακανονισμού, του διακανονισμού και της φύλαξης. Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να οριστούν ως οργανισμοί που εκτελούν τη λειτουργία της *εκκαθάρισης*. Στην παρούσα ανακοίνωση, η *εκκαθάριση* ορίζεται ως οι δραστηριότητες που εξασφαλίζουν τους αντισυμβαλλομένους έναντι της δυνητικής ζημίας από τη μη τήρηση υποχρεώσεων ενός αντισυμβαλλομένου σε μια συναλλαγή (“κίνδυνος κινδύνου αντικατάστασης”). Οι θεματοφύλακες παρέχουν υπηρεσίες διαμεσολάβησης στη δραστηριότητα *διακανονισμού*, ενώ τα εκκαθαριστικά μέλη παρέχουν υπηρεσίες διαμεσολάβησης στη δραστηριότητα *εκκαθάρισης*.

Παραδοσιακά, η *εκκαθάριση* αναφέρεται κυρίως στη διαδικασία υπολογισμού των αμοιβαίων υποχρεώσεων κατά την ανταλλαγή τίτλων έναντι ρευστών διαθεσίμων, σε ακαθάριστη ή καθαρή βάση, πριν από το διακανονισμό. Η διαδικασία αυτή μπορεί επίσης να περιλαμβάνει το συμψηφισμό με ανανέωση της ενοχικής σχέσης (netting with novation), ο οποίος εξασφαλίζει τους αντισυμβαλλομένους έναντι του κινδύνου κόστους αντικατάστασης. Δεδομένου ότι οι δραστηριότητες αυτές έχουν διαφορετικό προφίλ κινδύνου, στην παρούσα ανακοίνωση, οι πρώτες (δηλαδή η απλή διαδικασία υπολογισμού των αμοιβαίων υποχρεώσεων) θεωρείται μέρος του προ-διακανονισμού, ενώ οι τελευταίες (δηλαδή εκείνες που έχουν ως αποτέλεσμα την εξασφάλιση των αντισυμβαλλομένων έναντι του κινδύνου κόστους αντικατάστασης) ορίζονται ως δραστηριότητες *εκκαθάρισης*. Ως *διακανονισμός*, αφετέρου, νοείται η τελική μεταβίβαση των τίτλων από τον πωλητή στον αγοραστή και των ρευστών διαθεσίμων από τον αγοραστή στον πωλητή.

Οι διασυνοριακές συναλλαγές μπορούν να διακανονιστούν μέσω των ακόλουθων διαύλων:

- 1) άμεση πρόσβαση εξ αποστάσεως σε ξένα συστήματα διακανονισμού τίτλων·
- 2) χρησιμοποίηση θεματοφύλακα που έχει άμεση ή έμμεση πρόσβαση – συνήθως μέσω τοπικού μέλους – σε ξένο σύστημα διακανονισμού τίτλων·
- 3) χρησιμοποίηση, ως διαμεσολαβητή, κεντρικού αποθετηρίου αξιών ή διεθνούς κεντρικού αποθετηρίου αξιών² που έχει άμεση ή έμμεση πρόσβαση στο ξένο σύστημα διακανονισμού τίτλων.

Σε ένα διασυνοριακό πλαίσιο, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων μπορούν να προφέρουν άμεσα υπηρεσίες σε εξ αποστάσεως συμμετέχοντες για τους τίτλους για τους οποίους αυτοί αντιπροσωπεύουν το τελικό σημείο του διακανονισμού (διάυλος 1 ανωτέρω). Όπως αναφέρθηκε ήδη, οι θεματοφύλακες συνήθως ενεργούν ως διαμεσολαβητές σε

² Τα διεθνή κεντρικά αποθετήρια αξιών είναι συστήματα διακανονισμού τίτλων για τα ευρωομόλογα. Τα μόνα δύο παραδείγματα διεθνών κεντρικών αποθετηρίων αξιών είναι η Euroclear Bank και η Clearstream Banking Luxembourg.

δραστηριότητες διακανονισμού. Με την ίδια ιδιότητα διαμεσολαβούν και στο διασυνοριακό διακανονισμό (διάυλος 2). Τα συστήματα διακανονισμού τίτλων μπορούν επίσης να ενεργούν ως διαμεσολαβητές, δηλαδή ως συστήματα διακανονισμού τίτλων-επενδυτές, για τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμό τελικής φύλαξης σε άλλο σύστημα διακανονισμού τίτλων, το οποίο είναι γνωστό ως σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης (διάυλος 3).

Συνεπώς, κατά την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών διακανονισμού, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων, υπό τη διαμεσολαβητική τους ιδιότητα, και οι θεματοφύλακες βρίσκονται, τουλάχιστον δυνητικά, σε ανταγωνισμό μεταξύ τους. Η δυνατότητα που έχει το σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης να προσφέρει άμεση πρόσβαση εξ αποστάσεως συνεπάγεται ότι μπορεί επίσης, τουλάχιστον δυνητικά, να ανταγωνιστεί με τα συστήματα διακανονισμού τίτλων-επενδυτές και με τους θεματοφύλακες για την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών διακανονισμού³.

Οι σημερινοί μηχανισμοί οριστικοποίησης των συναλλαγών στην ΕΕ θεωρούνται γενικά αποτελεσματικοί σε εθνικό επίπεδο, αλλά πολύ αναποτελεσματικοί σε διασυνοριακό επίπεδο. Τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ αναπτύχθηκαν παραδοσιακά σε καθαρά εθνική βάση, δεδομένου ότι οι διασυνοριακές συναλλαγές ήταν στο παρελθόν πολύ περιορισμένες. Λαμβανομένων υπόψη των σημαντικών οικονομικών κλίμακας και φάσματος που χαρακτηρίζουν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους, τα εθνικά συστήματα δημιούργησαν, μέσω μιας διαδικασίας συγκέντρωσης, εθνικά μονοπώλια ή οιονεί μονοπώλια που λειτουργούν σε ομοιόμορφα τεχνικά, κανονιστικά και νομικά πλαίσια.

Η αναποτελεσματικότητα των διασυνοριακών μηχανισμών στην ΕΕ οφείλεται στην απουσία διεθνών τεχνικών προτύπων, στην αποκλίνουσες εμπορικές πρακτικές και στην ασυνέπεια των φορολογικών, νομικών και κανονιστικών βάσεων τους. Για τους λόγους αυτούς, η διασυνοριακή *εκκαθάριση-διακανονισμός* είναι πολύ πιο δαπανηρή και πολύπλοκη από ό,τι σε καθαρά εθνικό επίπεδο και, δυνητικά, λιγότερο ασφαλής. Αυτή η κατακερματισμένη διάρθρωση αγοράς δεν είναι πλέον αποδεκτή σε μια εποχή στην οποία η πανευρωπαϊκή-κλαδική διάσταση των επενδυτικών στρατηγικών αυξάνεται συνεχώς και η ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ενοποιείται ολοένα περισσότερο.

Στο ψήφισμα που ενέκρινε τον Ιανουάριο του 2003⁴, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο υπογράμμισε ότι οι υφιστάμενοι μηχανισμοί εκκαθάρισης και διακανονισμού δεν επιτρέπουν την αποτελεσματική επεξεργασία των διασυνοριακών συναλλαγών, καθιστώντας έτσι αδύνατη την πλήρη αξιοποίηση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το Κοινοβούλιο επεσήμανε ότι λόγω της σημερινής κατάστασης της αγοράς, η κατάρτιση μιας οδηγίας αποκτά πλέον ουσιώδη σημασία. Το Κοινοβούλιο πρότεινε να μην αναλαμβάνουν τα κεντρικά αποθετήρια αξιών άλλο κίνδυνο από το λειτουργικό και να διαχωριστούν λειτουργικά οι υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας που παρέχουν. Κάλεσε επίσης την Επιτροπή να εξετάσει σε βάθος το παράδειγμα του ενοποιημένου πλαισίου εκκαθάρισης,

³ Το ίδιο ισχύει επίσης για την εκκαθάριση μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Η διασυνοριακή εκκαθάριση μπορεί να γίνει είτε με πρόσβαση εξ αποστάσεως, είτε μέσω των υπηρεσιών ενός γενικού εκκαθαριστικού μέλους, είτε μέσω των υπηρεσιών άλλου κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Στην τελευταία περίπτωση, ο ξένος κεντρικός αντισυμβαλλόμενος θα αντιμετωπίσει τον "κεντρικό αντισυμβαλλόμενο-επενδυτή" ως μέλος που πρέπει να τηρεί περιθώρια ασφάλισης ανάλογα προς τις θέσεις που κατέχει.

⁴ Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο "Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση - Κυριότερα προβλήματα και μελλοντικές προκλήσεις".

διακανονισμού και φύλαξης στις ΗΠΑ. Η Επιτροπή καλεί τα ενδιαφερόμενα μέρη να της υποβάλλουν τις ενδεχόμενες παρατηρήσεις τους σχετικά με το αίτημα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για διεξοδικότερη εξέταση του θέματος αυτού.

2. Οι φραγμοί που εντοπίζονται στις εκθέσεις Giovannini

Η φύση των προβλημάτων στον τομέα αυτό αποτέλεσε πρόσφατα αντικείμενο έντονου ενδιαφέροντος. Μεταξύ των πολλών μελετών σχετικά με το θέμα αυτό, οι δύο εκθέσεις της **Ομάδας Giovannini** εντοπίζουν 15 φραγμούς διαφόρων ειδών - φραγμοί τεχνικής φύσης ή σχετιζόμενοι με τις πρακτικές της αγοράς, φραγμοί οφειλόμενοι σε φορολογικές διαδικασίες και νομικοί φραγμοί (“φραγμοί Giovannini”)⁵ - οι οποίοι αποτελούν τις κυριότερες πηγές κατακερματισμού και αναποτελεσματικότητας. Οι δύο εκθέσεις καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι έως ότου εξαλειφθούν οι φραγμοί αυτοί, ο ευρωπαϊκός τομέας της εκκαθάρισης και του διακανονισμού θα παραμείνει μια απλή συνάθροιση εγχώριων, μη ενοποιημένων αγορών.⁶

Παρόλο που όλοι εμποδίζουν την ενοποίηση των ευρωπαϊκών συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, καθένας από τους φραγμούς Giovannini επηρεάζει διαφορετικά τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται η διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμός. Οι εκθέσεις αναγνωρίζουν ότι ένα από τα σημαντικότερα εμπόδια στην ενοποίηση σχετίζεται με τους περιορισμούς ως προς τον τόπο της εκκαθάρισης και του διακανονισμού. Οι περιορισμοί αυτοί δεν επιτρέπουν στους συμμετέχοντες στην αγορά να έχουν ελεύθερη πρόσβαση στον τόπο της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, ούτε να επιλέγουν ελεύθερα τον τόπο αυτό, καταργώντας έτσι μια ουσιώδη προϋπόθεση για την ενίσχυση του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας στην παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών.

Ωστόσο, ακόμα και εάν εξαλειφθούν οι φραγμοί που σχετίζονται με τον τόπο της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, οι άλλοι φραγμοί που εντόπισε η Ομάδα Giovannini θα εξακολουθούν να περιορίζουν στην πράξη την άσκηση των δικαιωμάτων πρόσβασης και επιλογής. Για παράδειγμα, ορισμένοι από τους φραγμούς αυτούς καθιστούν πιο ελκυστική ή ακόμα και επιβάλλουν την προσφυγή σε τοπικά μέλη για την πρόσβαση σε ξένα συστήματα διακανονισμού τίτλων. Αυτό συμβαίνει για όλες τις πράξεις των οποίων η εκτέλεση απαιτεί ειδικές γνώσεις ή γνώσεις σχετικά με τις τοπικές συνθήκες (π.χ. λόγω των εθνικών διαφορών όσον αφορά το ιδιοκτησιακό καθεστώς των τίτλων που τηρούνται σε λογαριασμό διαμεσολαβητή, τις εταιρικές πράξεις, τις πρακτικές έκδοσης τίτλων κλπ), ή όταν επιβάλλεται η τοπική συμμετοχή (π.χ. από τους κανόνες των κρατών μελών που παρέχουν σε τοπικούς διαμεσολαβητές αποκλειστικά δικαιώματα παρακράτησης φόρων). Οι φραγμοί αυτοί εμποδίζουν στην πράξη τη χρησιμοποίηση από ξένους επενδυτές ή διαμεσολαβητές διασυνοριακών διαύλων διακανονισμού εκτός της τοπικής συμμετοχής.

Μια άλλη κατηγορία φραγμών εμποδίζει στην πράξη τη χρησιμοποίηση συστημάτων διακανονισμού τίτλων ως διαμεσολαβητών στο διασυνοριακό διακανονισμό. Ως παράδειγμα φραγμών αυτού του είδους μπορεί να αναφερθεί η είσπραξη των φόρων επί των συναλλαγών

⁵ Βλέπει στο Παράρτημα 1 τον κατάλογο των φραγμών που εντοπίζονται στις εκθέσεις Giovannini. Το πλήρες κείμενο των δύο εκθέσεων Giovannini είναι διαθέσιμο στο δικτυακό τόπο της Επιτροπής και επομένως δεν εξετάζεται λεπτομερώς στην παρούσα ανακοίνωση.

⁶ Η σημασία των φραγμών που εντοπίστηκαν από την Ομάδα Giovannini, καθώς και η απουσία τόσο κοινού κανονιστικού/εποπτικού πλαισίου για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων όσο και ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ των συστημάτων αυτών (βλέπε κατωτέρω), εξετάστηκαν στην πρώτη ανακοίνωση της Επιτροπής για την *εκκαθάριση και το διακανονισμό* (“Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση - Κυριότερα προβλήματα και μελλοντικές προκλήσεις”, COM(2002)257 της 28.5.2002, η οποία είναι διαθέσιμη στη διεύθυνση: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm.

αποκλειστικά από φορέα που εκτελεί την εργασία αυτή μέσω μιας λειτουργίας που είναι ενσωματωμένη στο τοπικό σύστημα διακανονισμού τίτλων, σε συνδυασμό με την επιβολή υψηλότερου φόρου σε περίπτωση χρησιμοποίησης διαφορετικού συστήματος. Αυτό μπορεί να υποχρεώσει τους συμμετέχοντες στην αγορά να μη χρησιμοποιούν, για λόγους κόστους, υπηρεσίες διακανονισμού στον τόπο που προτιμούν.

Άλλοι φραγμοί (όπως οι διαφορές στις τεχνολογίες της πληροφορίας και στις διασυνδέσεις κλπ.) συνεπάγονται πρόσθετο κόστος και/ή κίνδυνο σε σύγκριση με την εγχώρια εκκαθάριση-διακανονισμό. Η εξάλειψη αυτών των φραγμών θα μειώσει τις διαφορές κόστους και κινδύνου μεταξύ διασυνοριακής και εγχώριας εκκαθάρισης-διακανονισμού.

3. Απουσία κοινού κανονιστικού/εποπτικού πλαισίου

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό των ευρωπαϊκών συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων είναι η έλλειψη κοινού κανονιστικού/εποπτικού προτύπου. Οι δημόσιες αρχές είναι υπεύθυνες για την ασφάλεια των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, τόσο από την άποψη της προστασίας του επενδυτή όσο και από εκείνη της συστημικής σταθερότητας. Όταν τα συστήματα λειτουργούν σε διασυνοριακή βάση, οι εθνικές αρχές πρέπει να εξασφαλίζουν ότι όλα τα συνδεδεμένα ξένα συστήματα υπόκεινται σε κατάλληλη ρύθμιση και εποπτεία.

Ελλείψει κοινού κανονιστικού πλαισίου, οι ρυθμιστικές αρχές μπορούν να αρνηθούν την πρόσβαση σε ξένα συστήματα ή να αντιταχθούν στη χρησιμοποίησή τους προκειμένου να διασφαλίσουν την εύρυθμη λειτουργία των αγορών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Απαντώντας στις ανησυχίες αυτές, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (ΕΕΡΑΑΚΑ) δημιούργησαν μια κοινή ομάδα εργασίας, την **Ομάδα Εργασίας ΕΣΚΤ/ΕΕΡΑΑΚΑ**, η οποία είναι επιφορτισμένη με την ανάπτυξη κοινών προτύπων για τους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ. Οι εργασίες τους βασίζονται στην προσαρμογή των συστάσεων⁷ CPSS-IOSCO⁸ στο ευρωπαϊκό πλαίσιο. Τον Ιούλιο του 2003⁹, το ΕΣΚΤ και η ΕΕΡΑΑΚΑ δημοσίευσαν προς διαβούλευση τα σχέδια προτύπων τους. Τα πρότυπα αυτά δεν θα είναι δεσμευτικά και συνεπώς δεν θα υπερισχύουν των εθνικών νομοθετικών διατάξεων που ενδεχομένως θίγουν την εφαρμογή τους στην πράξη από τις αρμόδιες εθνικές αρχές.

4. Άνισοι όροι ανταγωνισμού

Η έλλειψη κατάλληλου νομοθετικού πλαισίου στην ΕΕ για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι ορισμένα ιδρύματα που παρέχουν υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού έχουν λάβει άδεια πιστωτικού ιδρύματος ή επιχείρησης επενδύσεων δημιουργεί δύο σημαντικά προβλήματα άνισων όρων ανταγωνισμού.

⁷ “Συστάσεις για τα συστήματα διακανονισμού τίτλων”, έκθεση της Ομάδας Εργασίας CPSS-IOSCO για τα συστήματα διακανονισμού τίτλων, Νοέμβριος 2001.

⁸ Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού των Κεντρικών Τραπεζών του G10 και Διεθνής Οργάνωση Ρυθμιστικών Αρχών Κεφαλαιαγορών.

⁹ “Έκθεση διαβούλευσης: πρότυπα για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού στην Ευρωπαϊκή Ένωση”, Ιούλιος 2003.

Ενώ οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις επενδύσεων μπορούν να προσφέρουν διασυνοριακές υπηρεσίες φύλαξης και διακανονισμού με βάση το διαβατήριο που προβλέπει η οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες, κανένα αντίστοιχο δικαίωμα δεν παρέχεται στους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού που δεν είναι τράπεζες ή επιχειρήσεις επενδύσεων.

Ομοίως, οι πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού δεν υπόκεινται στις ίδιες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας. Υπάρχουν ιδίως διαφορές μεταξύ των οντοτήτων που έχουν λάβει άδεια πιστωτικού ιδρύματος, αφενός, και εκείνων που δεν έχουν την άδεια αυτή, αφετέρου. Επίσης, λόγω της έλλειψης εναρμόνισης στον τομέα αυτό, υπάρχουν διαφορές και μεταξύ των παρόχων υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού που δεν έχουν λάβει άδεια πιστωτικού ιδρύματος.

Επιπλέον, ενώ ορισμένες οντότητες που έχουν λάβει άδεια πιστωτικού ιδρύματος μπορούν να προσφέρουν υπηρεσίες διαμεσολάβησης και τραπεζικές υπηρεσίες σε συνδυασμό με την κύρια δραστηριότητα παροχής υποδομών θεματοφυλακής και διακανονισμού, το ίδιο σύνολο δικαιωμάτων μπορεί να μην είναι διαθέσιμο στους θεματοφύλακες σε όλα τα κράτη μέλη.

ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

Πρωταρχικός στόχος της Επιτροπής είναι η δημιουργία αποτελεσματικών και ασφαλών ευρωπαϊκών συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων που εξασφαλίζουν ίσους όρους ανταγωνισμού στους διαφόρους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού. Για την επίτευξη του στόχου αυτού, η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να εφαρμοστούν τα ακόλουθα μέτρα και πολιτικές:

- (α) **απελευθέρωση και ενοποίηση** των υφιστάμενων συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, με την καθιέρωση πλήρους ελευθερίας πρόσβασης σε όλα τα επίπεδα και με την εξάλειψη των υφιστάμενων φραγμών στη διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό·
- (β) συνεχής εφαρμογή της **πολιτικής ανταγωνισμού** για την αντιμετώπιση των περιοριστικών πρακτικών στην αγορά και για την πλαισίωση των συγκεντρώσεων στον τομέα αυτό·
- (γ) θέσπιση **κοινού κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου** που θα εξασφαλίζει τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και την προστασία των επενδυτών και θα οδηγήσει τελικά στην αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων·
- (δ) καθιέρωση κατάλληλων **μηχανισμών διακυβέρνησης**.

Η απελευθέρωση και η ενοποίηση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ συνεπάγονται ότι οι αγορές, οι πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού και οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε όλες τις εναλλακτικές δυνατότητες διασυνοριακής εκκαθάρισης-διακανονισμού στην ΕΕ. Πράγματι, συνθήκες απρόσκοπτου ανταγωνισμού που οδηγεί σε μειώσεις τιμών και σε οικονομική αποτελεσματικότητα θα υπάρξουν μόνον όταν οι φορείς αυτοί θα έχουν πλήρη ελευθερία επιλογής του τρόπου εκκαθάρισης και διακανονισμού των διασυνοριακών συναλλαγών.

Για να υπάρχει πλήρης ελευθερία επιλογής, τα συστήματα πρέπει να έχουν πρόσβαση το ένα στο άλλο. Η Επιτροπή εκτιμά συνεπώς ότι η παροχή πλήρους ελευθερίας επιλογής και πρόσβασης σε όλους τους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού,

περιλαμβανομένων των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και των συστημάτων διακανονισμού τίτλων, αποτελεί ουσιώδες βήμα προς τη δημιουργία απελευθερωμένης και ενοποιημένης αγοράς υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ. Αυτό δεν συμβαίνει σήμερα, ούτε θα επιτευχθεί με την έγκριση της νέας οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες, λόγω των απομενόντων εθνικών και εμπορικών περιορισμών στην επιλογή του τόπου της εκκαθάρισης και του διακανονισμού.

Ωστόσο, η ελευθερία πρόσβασης και επιλογής δεν θα είναι ούτε πραγματική ούτε επαρκής χωρίς την κατάργηση όλων των απομενόντων φραγμών που εντοπίζονται στις εκθέσεις Giovannini. Η κατάργηση των τεχνικών φραγμών και εκείνων που σχετίζονται με τις πρακτικές στην αγορά, των φραγμών που οφείλονται σε φορολογικές διαδικασίες και των νομικών φραγμών αποτελεί απαραίτητο στοιχείο για την ενοποίηση των δραστηριοτήτων εκκαθάρισης και διακανονισμού στην ΕΕ. Για το λόγο αυτό, η Επιτροπή είναι σύμφωνη με τη γενική προσέγγιση που ακολουθείται στις δύο εκθέσεις Giovannini. Συμφωνεί επίσης με τη σύσταση της Ομάδας Giovannini για την ανάγκη να καταργηθούν οι φραγμοί αυτοί με συνδυασμένες προσπάθειες του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και με συγκεκριμένη σειρά.

Ένας άλλος σημαντικός φραγμός στη διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό που πρέπει να αντιμετωπίσουν οι δημόσιες αρχές αφορά το σκέλος "ρευστά διαθέσιμα" των συναλλαγών σε τίτλους. Επί του παρόντος, οι εξ αποστάσεως συμμετέχοντες στο ευρωσύστημα κεντρικών τραπεζών δεν έχουν πρόσβαση στις ενδοημερήσιες πιστωτικές διευκολύνσεις που χορηγούν οι κεντρικές τράπεζες στους εγχώριους συμμετέχοντες. Αυτό δεν αποτελεί πρόβλημα για το διακανονισμό τίτλων στις ώρες λειτουργίας του TARGET¹⁰, εφόσον οι συμμετέχοντες σε αυτό μπορούν εύκολα να μεταφέρουν χρηματικά ποσά από ένα λογαριασμό σε άλλο. Δημιουργείται όμως πρόβλημα εκτός των ωρών λειτουργίας του TARGET, και ιδίως στις περιπτώσεις στις οποίες τα συστήματα διακανονισμού τίτλων εκτελούν διαδικασίες διακανονισμού σε όλη τη διάρκεια της ημέρας.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι, γενικά, ο διασυνοριακός διακανονισμός του σκέλους "χρηματικά διαθέσιμα" των συναλλαγών σε τίτλους πρέπει να είναι όσο το δυνατόν ευκολότερος, χωρίς όμως να τίθενται σε κίνδυνο οι στόχοι του ευρωσυστήματος και των άλλων κεντρικών τραπεζών. Αυτό μπορεί για παράδειγμα να επιτευχθεί εάν δοθεί στα πιστωτικά ιδρύματα δυνατότητα να συγκεντρώνουν ρευστά διαθέσιμα σε λογαριασμό στην κεντρική τράπεζα και να μεταφέρουν στη συνέχεια χρηματικά ποσά στη διάρκεια των ωρών λειτουργίας των συστημάτων διακανονισμού τίτλων ή, εναλλακτικά, να χρησιμοποιούν ένα μόνο λογαριασμό, όπως θα είναι δυνατό με τη βελτιωμένη έκδοση του TARGET (TARGET 2¹¹), για το σύνολο της δραστηριότητας διακανονισμού στην ΕΕ¹².

Παρά την ουσιώδη σημασία τους για το σύνολο της διαδικασίας, η απελευθέρωση και η ενοποίηση των αγορών δεν θα εξασφαλίσουν από μόνες τους την αποτελεσματικότητα των

¹⁰ TARGET: Διερωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο.

¹¹ ΕΚΤ, "TARGET 2: Αρχές και δομή", 16 Δεκεμβρίου 2002. Το TARGET 2 παρέχει "στις κεντρικές τράπεζες που αποφασίζουν να εγκαταλείψουν τα συστήματά τους" τη δυνατότητα να συγχωνεύσουν τις τεχνικές υποδομές των εθνικών συστημάτων. Η ενοποίηση αυτή θα διευκολύνει αναμφίβολα το διασυνοριακό διακανονισμό.

¹² Η έκθεση διαβούλευσης της ΕΕΡΑΑΚΑ και του ΕΣΚΤ απευθύνει παρόμοια σύσταση στις κεντρικές τράπεζες, καλώντας τις να "ενισχύσουν το μηχανισμό για την παροχή χρήματος κεντρικής τραπεζής, για παράδειγμα με την παράταση των ωρών λειτουργίας του συστήματος μεταφοράς ρευστών διαθέσιμων και με τη διευκόλυνση της πρόσβασης σε λογαριασμούς διαθέσιμων στην κεντρική τράπεζα."

συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην Ευρώπη. Οι αρμόδιες αρχές πρέπει επίσης να εξασφαλίσουν ότι οι πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού συμμορφώνονται πλήρως με τους **κανόνες ανταγωνισμού**. Η ενοποίηση των υφιστάμενων συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων μπορεί δυνητικά να αυξήσει την αποτελεσματικότητά τους, υπό τον όρο όμως ότι τα συστήματα αυτά δεν υιοθετούν πρακτικές αντίθετες με τους κανόνες ανταγωνισμού, όπως η αυθαίρετη άρνηση πρόσβασης ή η επιβολή υπερβολικά υψηλών τιμών ή τιμών που εισάγουν διακρίσεις.

Εκτός από μέτρα που αναφέρονται ανωτέρω, η Επιτροπή εκτιμά ότι στην ΕΕ πρέπει να υπάρχει ένα **κοινό κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο**, το οποίο θα αυξήσει την ασφάλεια των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων και θα επιτρέψει την αμοιβαία αναγνώρισή τους. Στην πραγματικότητα, η ασφαλής εκτέλεση όλων των μετά τη διαπραγμάτευση διαδικασιών έχει ζωτική σημασία για την ασφάλεια των χρηματοπιστωτικών αγορών και τη σταθερότητα του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι συμμετέχοντες στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων αντιμετωπίζουν ποικίλους κινδύνους¹³. Εάν η αδυναμία ενός συμμετέχοντος να ολοκληρώσει το διακανονισμό εμποδίζει άλλους συμμετέχοντες να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, το σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων μπορεί να μετατραπεί σε σημαντική πηγή χρηματοπιστωτικής αστάθειας.

Στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων τηρούνται επίσης τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την εξασφάλιση των πληρωμών σε συστήματα πληρωμών μεγάλων ποσών και των πράξεων νομισματικής πολιτικής· κατά συνέπεια, η ασφάλεια και η αποτελεσματικότητά τους έχει πρωταρχική σημασία και για την αποτελεσματικότητα των συστημάτων πληρωμών και της νομισματικής πολιτικής.

Επίσης, οι συναλλαγές σε τίτλους πρέπει να οριστικοποιούνται γρήγορα και αποτελεσματικά, σύμφωνα με τους όρους της διαπραγμάτευσης. Εάν οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ένα σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων ως μη ασφαλές, δεν θα πραγματοποιήσουν πλέον συναλλαγές που εκκαθαρίζονται και διακανονίζονται από το εν λόγω σύστημα. Αυτό θα έχει άμεση επίπτωση στη ρευστότητα της αγοράς και θα επηρεάσει έμμεσα το κόστος κεφαλαίου.

Για τους λόγους αυτούς, στο σημερινό κανονιστικό πλαίσιο, οι ρυθμιστικές αρχές μπορούν να αρνηθούν την πρόσβαση σε ξένα συστήματα ή να αντισταθούν στη χρησιμοποίησή τους εάν δεν έχουν πεισθεί ότι αυτό θα διατηρήσει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών για τις οποίες είναι υπεύθυνες και θα διασφαλίσει τη γενική χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι οι ανησυχίες αυτές πρέπει να αρθούν και ότι η απελευθέρωση και ενοποίηση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων πρέπει να συνοδεύεται από την καθιέρωση κοινού κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου, το οποίο θα ενισχύσει την ασφάλεια του συνολικού περιβάλλοντος της εκκαθάρισης και του διακανονισμού στην ΕΕ και θα οδηγήσει παράλληλα στην αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων.

Η λήψη μέτρων για την απελευθέρωση και τη δημιουργία κοινού κανονιστικού/εποπτικού πλαισίου θα δημιουργήσει επίσης ίσους όρους ανταγωνισμού, με την κατάργηση των σημερινών αποκλίσεων στα δικαιώματα πρόσβασης και στις κεφαλαιακές απαιτήσεις των παρόχων υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού που έχουν λάβει άδεια πιστωτικού

¹³ Οι κίνδυνοι αυτοί περιλαμβάνουν τον κίνδυνο ρευστότητας, τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο φύλαξης, το λειτουργικό κίνδυνο και το νομικό κίνδυνο. Για μια σε βάθος συζήτηση των θεμάτων αυτών βλέπε τις συστάσεις CPSS/IOSCO.

ιδρύματος και εκείνων που δεν έχουν την άδεια αυτή. Στην πράξη, όλες οι ομοειδείς δραστηριότητες πρέπει να αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο ("λειτουργική προσέγγιση"), ανεξάρτητα από τα ιδρύματα που τις ασκούν. Η προσέγγιση αυτή συνεπάγεται την υιοθέτηση κοινών ορισμών για τις λειτουργίες που περιλαμβάνονται στη διαδικασία *εκκαθάρισης και διακανονισμού*. Δεν απαιτεί όμως το διαχωρισμό των λειτουργιών αυτών στο παρόν στάδιο. Ωστόσο, τα ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με αυτή την προσέγγιση, λαμβάνοντας υπόψη τα καθεστάτα που υπάρχουν σε ορισμένες εθνικές αγορές στην Ευρώπη, στα οποία γίνεται διάκριση μεταξύ παρόχων υποδομών και τραπεζών.

Ορισμένες από τις ανησυχίες των δημόσιων αρχών όσον αφορά την ασφάλεια των συστημάτων διακανονισμού τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και το ενδεχόμενο υιοθέτησης πρακτικών αντίθετων προς τους κανόνες ανταγωνισμού μπορούν επίσης να αρθούν εκ των προτέρων με την υιοθέτηση αποτελεσματικών **μηχανισμών διακυβέρνησης**. Οι μηχανισμοί αυτοί πρέπει να θεωρηθούν συμπληρωματικοί των πολιτικών που αναφέρονται ανωτέρω, δηλαδή της πολιτικής ανταγωνισμού και της αποτελεσματικής ρύθμισης και εποπτείας.

Οι πολιτικές της Επιτροπής στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού θα επικεντρωθούν συνεπώς (α) στην **απελευθέρωση και ενοποίηση** των υφιστάμενων συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, (β) στην εφαρμογή της **πολιτικής ανταγωνισμού**, (γ) στη θέσπιση **κοινού κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου**, περιλαμβανομένου του θέματος των ορισμών και (δ) στην υιοθέτηση κατάλληλων **μηχανισμών διακυβέρνησης**.

* * *

Μετά τη λήψη όλων των αναγκαίων μέτρων, αναμένεται ότι οι συγκεντρώσεις μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων θα επιταχυνθούν. Η Επιτροπή συμφωνεί με τα συμπεράσματα των εκθέσεων Lamfalussy και Giovannini σχετικά με την ανάγκη να δώσει η ίδια η αγορά την ώθηση στη διαδικασία συγκέντρωσης.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι εφόσον υπάρξουν κατάλληλες διασφαλίσεις σε επίπεδο κανονιστικού / εποπτικού πλαισίου και πολιτικής ανταγωνισμού, η ίδια πρέπει να παραμείνει ουδέτερη όσον αφορά διαρθρωτικά θέματα όπως (α) ο βαθμός και η μορφή της συγκέντρωσης (οριζόντια ή κάθετη), και (β) το εάν είναι σκόπιμο να παρέχουν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι υπηρεσίες διαμεσολάβησης και/ή τραπεζικές υπηρεσίες. Εφόσον θεσπιστούν αυτές οι διασφαλίσεις, η Επιτροπή δεν θα προτείνει ούτε θα επιβάλει μια συγκεκριμένη διάρθρωση αγοράς και/ή θεσμικής διάρθρωσης· επίσης, δεν θα προτείνει και δεν θα επιβάλλει το διαχωρισμό των δραστηριοτήτων διαμεσολάβησης από τις δραστηριότητες πιστωτικού ιδρύματος που ενδεχομένως ασκούν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων ή οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Οι δυνάμεις της αγοράς θα διαμορφώσουν την "τελική" διάρθρωση του τομέα της *εκκαθάρισης και του διακανονισμού*. Πράγματι, οι αγορές είναι σε καλύτερη θέση από τις ρυθμιστικές αρχές για να αποφασίσουν ποια τομεακή διάρθρωση και ποιος συνδυασμός ενοποίησης και συγκέντρωσης καλύπτουν καλύτερα της ανάγκες της.

Γενικός στόχος των αρχών πρέπει να είναι η διευκόλυνση της διαδικασίας, ενθαρρύνοντας τις δυνάμεις της αγοράς και εξασφαλίζοντας παράλληλα ότι λαμβάνεται υπόψη το δημόσιο συμφέρον. Οι στόχοι δημοσίου συμφέροντος θα πρέπει να επιτευχθούν με το προβλεπόμενο κοινό κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο, με τον πλήρη σεβασμό και την εφαρμογή των εθνικών και κοινοτικών κανόνων ανταγωνισμού και, τέλος, με την υιοθέτηση κατάλληλων μηχανισμών διακυβέρνησης.

ΟΙ ΣΥΓΚΕΚΡΙΜΕΝΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

Η επίτευξη του στόχου που αναφέρεται ανωτέρω – δηλαδή η δημιουργία αποτελεσματικών και ασφαλών συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ που εγγυώνται ίσους όρους ανταγωνισμού στους διάφορους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού – θα απαιτήσει μια μακρά και πολύπλοκη διαδικασία, αλλά και τις συνδυασμένες προσπάθειες των παρόχων των υποδομών των αγορών, των φορέων των αγορών και των ρυθμιστικών και νομοθετικών αρχών. Η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να αναλάβει πρωταρχικό ρόλο, παρέχοντας την αναγκαία πολιτική ώθηση, αναλαμβάνοντας συντονιστικές πρωτοβουλίες και υποβάλλοντας συγκεκριμένες προτάσεις νομοθετικών μέτρων για την δημιουργία του αναγκαίου νομοθετικού πλαισίου.

Με βάση τα ανωτέρω, η Επιτροπή προτίθεται:

- (α) **να συστήσει μια ομάδα διαβούλευσης και παρακολούθησης:** η ομάδα αυτή θα παρακολουθεί τη διαδικασία εξάλειψης όλων των φραγμών Giovannini, για την οποία ο ιδιωτικός τομέας είναι μόνος ή από κοινού υπεύθυνος, και θα προωθεί το συνολικό σχέδιο ενοποίησης και ελευθέρωσης·
- (β) **να προτείνει μια οδηγία για την εκκαθάριση και το διακανονισμό:** η Επιτροπή εκτιμά ότι είναι αναγκαίο να συμπληρωθεί η εξάλειψη από την αγορά των φραγμών Giovannini με ένα ασφαλές νομικό πλαίσιο που θα εγγυάται την ελευθερία παροχής υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων σε όλη την ΕΕ βάσει ορισμένων κοινών απαιτήσεων. Το πλαίσιο αυτό θα εξασφαλίσει ότι οι περιορισμοί και οι φραγμοί όσον αφορά τον τόπο της εκκαθάρισης και του διακανονισμού θα καταργηθούν. Θα καταστήσει επίσης δυνατή την αμοιβαία αναγνώριση των διαφόρων εθνικών συστημάτων με βάση την αρχή της χώρας καταγωγής. Η σχεδιαζόμενη οδηγία θα είναι μια οδηγία-πλαίσιο που θα καθορίζει μόνο τις γενικές αρχές, σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy·
- (γ) **να αντιμετωπίσει τα νομικά και φορολογικά προβλήματα:** η Επιτροπή προτίθεται να δημιουργήσει ομάδες εμπειρογνομόνων που θα είναι επιφορτισμένες με την εξέταση των νομικών και φορολογικών φραγμών στην ενοποίηση, με την εκτίμηση της κατάστασης και, εφόσον είναι αναγκαίο, με την υποβολή προτάσεων για την εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών και/ή διαδικασιών·
- (δ) **να εξασφαλίσει την αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων ανταγωνισμού:** η Επιτροπή και οι εθνικές αρχές ανταγωνισμού θα αντιμετωπίζουν τις μη ανταγωνιστικές πρακτικές στην αγορά, όπως η αδικαιολόγητη άρνηση πρόσβασης ή η επιβολή υπερβολικών τιμών και/ή τιμών που εισάγουν διακρίσεις και, παράλληλα, θα παρακολουθούν τις υφιστάμενες μονοπωλιακές θέσεις και τις συγκεντρώσεις στον τομέα, παρεμβαίνοντας εφόσον είναι αναγκαίο.

Η σύσταση της ομάδας διαβούλευσης και παρακολούθησης και των ομάδων εμπειρογνομόνων για νομικά και φορολογικά θέματα πρέπει να θεωρηθεί ενέργεια προτεραιότητας.

1. Δημιουργία ομάδας διαβούλευσης και παρακολούθησης του σχεδίου “εκκαθάριση και διακανονισμός”

Μεταξύ των μέτρων και πολιτικών που πρέπει να εφαρμοστούν για να επιτευχθούν οι στόχοι της Επιτροπής, η ενοποίηση των υφιστάμενων συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων απαιτεί ιδιαίτερο συντονισμό μεταξύ των αρμόδιων φορέων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Η κατάργηση των εμποδίων στην ενοποίηση απαιτεί τη λήψη μέτρων από τους φορείς αυτούς και τη δημιουργία κατάλληλων συνεργιών.

Αυτές οι ενέργειες του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα θα έχουν σημαντικές επιπτώσεις στον τρόπο με τον οποίο ασκούνται οι δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού σε όλη την ΕΕΕ. Θα επηρεάσουν τις διαδικασίες, τις πολιτικές και τις συμπεριφορές. Η Επιτροπή έχει επίσης επίγνωση ότι τα συμφέροντα των συμμετεχόντων στην αγορά δεν συγκλίνουν κατ' ανάγκη και συναρτώνται με τις λειτουργίες που αυτοί εκτελούν και με τις υπηρεσίες που παρέχουν. Για ορισμένους, η συμμετοχή σε μια ανοικτή και ενοποιημένη αγορά θα απαιτήσει σημαντικές επενδύσεις, ενώ για άλλους ο κίνδυνος απώλειας συγκεκριμένων δραστηριοτήτων προς όφελος των ανταγωνιστών τους θα έχει μεγαλύτερη βαρύτητα. Αυτό μπορεί να δημιουργήσει καθυστερήσεις και τριβές κατά τη θέσπιση και την αποδοχή των μέτρων για την εξάλειψη των διαφόρων φραγμών.

Για τους λόγους αυτούς, όλοι οι φορείς που συμμετέχουν στη διαδικασία πρέπει να πεισθούν για την ανάγκη ενός συγκεκριμένου μέτρου. Απαιτείται ιδίως ισχυρή πολιτική ώθηση. Είναι επίσης αναγκαίο να παρακολουθούνται τα αποτελέσματα του συνόλου της διαδικασίας για να εξασφαλιστεί ότι οι προσπάθειες συνεχίζονται με αμείωτη ένταση και δεν αποκλίνουν από το γενικό στόχο και τις κατευθύνσεις της διαδικασίας.

Για την επίτευξη των επιθυμητών αποτελεσμάτων, η Επιτροπή τάσσεται υπέρ της δημιουργίας μιας άτυπης ομάδας διαβούλευσης και παρακολούθησης, ακολουθώντας έτσι τις συστάσεις των εμπειρογνομόνων της ομάδας Giovannini, οι οποίοι έκριναν ότι η δημιουργία ενός μηχανισμού συντονισμού και παρακολούθησης μπορεί να συμβάλει στην επιτυχία του εγχειρήματος.

Προβλέπεται ιδίως ότι, από κοινού με την Επιτροπή, η ομάδα αυτή:

- (α) θα **προωθεί** το σχέδιο στο σύνολό του και θα **παρέχει** στο κοινό όλες τις αναγκαίες εξηγήσεις και εκθέσεις σχετικά με την πρόοδο των μεταρρυθμίσεων, εξασφαλίζοντας έτσι ανά πάσα στιγμή τη διαφάνεια του εγχειρήματος·
- (β) θα **λειτουργεί ως ένα φόρουμ** για τους φορείς του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, οι οποίοι θα μπορούν έτσι να βεβαιώνονται για την πρόοδο της διαδικασίας·
- (γ) θα **έχει επαφές** με τις ομάδες εμπειρογνομόνων που θα είναι επιφορτισμένοι με την εξάλειψη των νομικών φραγμών και των φραγμών που σχετίζονται με φορολογικές διαδικασίες (βλέπει τμήμα 3)·
- (δ) θα **επικουρεί άτυπα** την Επιτροπή·
- (ε) θα **μεσολαβεί** μεταξύ των φορέων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα που θα συμμετέχουν στη διαδικασία, προκειμένου να:
 - εντοπίζει τις αλληλεξαρτήσεις μεταξύ των διαφόρων φραγμών·
 - συντονίζει τα λεπτομερή προγράμματα ενεργειών και να εξασφαλίζει τη συνοχή της συνολικής διαδικασίας εφαρμογής·
 - παρακολουθεί την πρόοδο και τη σειρά υλοποίησης των ενεργειών·

(στ) θα *έχει επαφές* με την Ομάδα των 30 και με άλλους διεθνείς οργανισμούς για να εξασφαλίζει τη συνέπεια των ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών με εκείνες που αναλαμβάνονται σε διεθνές επίπεδο.

Η “ομάδα διαβούλευσης και παρακολούθησης του σχεδίου “εκκαθάριση και διακανονισμός”“ θα αποτελείται από εκπροσώπους υψηλού επιπέδου των διαφόρων ιδιωτικών και δημόσιων φορέων που συμμετέχουν στο σχέδιο, περιλαμβανομένου του ΕΣΚΤ και της ΕΕΡΑΑΚΑ.

Η ομάδα θα προεδρεύεται από την Επιτροπή. Αναμένεται ότι θα συνέρχεται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο και ότι θα δημιουργήσει ειδικευμένες υποομάδες που θα είναι επιφορτισμένες με συγκεκριμένες πτυχές της διαδικασίας.

2. Μια οδηγία-πλαίσιο για αποτελεσματικές και ασφαλείς δραστηριότητες εκκαθάρισης και διακανονισμού σε πανευρωπαϊκό επίπεδο

Η κατάργηση των τεχνικών φραγμών και των φραγμών που συνδέονται με τις πρακτικές της αγοράς, την οποία θα αναλάβει εν μέρει ο ιδιωτικός τομέας, αποτελεί αναγκαία αλλά όχι επαρκή προϋπόθεση για τη δημιουργία απελευθερωμένης, ενοποιημένης και ανταγωνιστικής αγοράς υπηρεσιών ολοκλήρωσης των συναλλαγών στην ΕΕ. Η Επιτροπή εκτιμά ότι η επίτευξη του στόχου αυτού θα απαιτήσει την έκδοση οδηγίας-πλαισίου που θα προβλέπει:

- πλήρη ελευθερία πρόσβασης και επιλογής·
- κοινό κανονιστικό πλαίσιο·
- κατάλληλους μηχανισμούς διακυβέρνησης.

2.1 Δικαιώματα πρόσβασης και επιλογής

Η ενοποίηση του συστήματος εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από το εάν οι πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού θα έχουν πραγματική ελευθερία πρόσβασης στον και επιλογής του τόπου της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, με όρους που δεν θα εισάγουν διακρίσεις. Από τις απαντήσεις που έλαβε η Επιτροπή στην πρώτη ανακοίνωσή της προκύπτει σαφώς ότι υπάρχουν ακόμα περιορισμοί στην πρόσβαση και την επιλογή του τόπου αυτού. Σε πολλές περιπτώσεις, οι περιορισμοί αυτοί απορρέουν από εθνικές διατάξεις ή από την ερμηνεία τους. Ορισμένοι νόμοι προβλέπουν, για παράδειγμα, ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές πρέπει να διακανονίζονται σε συνδεδεμένο σύστημα ή παρέχουν ειδικά προνόμια σε τοπικές τράπεζες για το διακανονισμό και την εξυπηρέτηση των χαρτοφυλακίων τίτλων. Ο πιο αποτελεσματικός τρόπος να καταργηθούν αυτοί οι περιορισμοί ή παρεμφερείς άμεσοι ή έμμεσοι περιορισμοί που είναι ενσωματωμένοι σε μεγάλο αριθμό εθνικών νομοθετικών πράξεων, είναι κατά πάσα πιθανότητα η έκδοση οδηγίας-πλαισίου που θα καθιερώνει πλήρη ελευθερία πρόσβασης και επιλογής και θα καθορίζει τους όρους για την άσκησή της. Η εναλλακτική λύση, δηλαδή η προσφυγή σε οικειοθελή μέτρα των εθνικών νομοθετικών ή ρυθμιστικών αρχών, θα ήταν λιγότερο ασφαλής και ενδέχεται να μην επιτρέψει για μεγάλο χρονικό διάστημα την απελευθέρωση του τομέα σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.

Παρόλο που η ΕΕ αναζητεί ήδη νομοθετικές λύσεις στο θέμα αυτό, η δημιουργία πραγματικά απελευθερωμένου και ενοποιημένου περιβάλλοντος για την ολοκλήρωση των συναλλαγών σε διασυνοριακή βάση θα απαιτήσει περισσότερες προσπάθειες. Η ισχύουσα οδηγία για τις

επενδυτικές υπηρεσίες (ΟΕΥ)¹⁴ προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις που έχουν λάβει άδεια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι τράπεζες, έχουν δικαίωμα άμεσης ή έμμεσης πρόσβασης στις υποδομές εκκαθάρισης και διακανονισμού που είναι διαθέσιμες στα μέλη των ρυθμιζόμενων αγορών σε όλη την ΕΕ. Βάσει του κανόνα αυτού, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν εξ αποστάσεως πρόσβαση σε ρυθμιζόμενη αγορά πρέπει επίσης να έχουν και πρόσβαση στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού αυτής της αγοράς με όρους που δεν εισάγουν διακρίσεις σε σχέση με τους όρους πρόσβασης των τοπικών μελών.

Η νέα ΟΕΥ¹⁵ επεκτείνει το δικαίωμα αυτό με την παροχή στις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας δυνατότητας άμεσης πρόσβασης στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού άλλου κράτους μέλους, ακόμα και εάν δεν είναι μέλη ρυθμιζόμενης αγοράς ή πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης σε αυτό το κράτος μέλος. Η νέα ΟΕΥ παρέχει επίσης στις αγορές και στις επιχειρήσεις επενδύσεων ορισμένες δυνατότητες επιλογής των υποδομών εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών. Συνεπώς, η νέα οδηγία παρέχει:

- α) **στις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας:** δικαίωμα πρόσβασης σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και σε συστήματα διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη·
- β) **στις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας:** δικαίωμα να επιλέγουν τον τόπο του διακανονισμού των συναλλαγών τους, υπό τον όρο ότι:
 - υπάρχουν οι αναγκαίες συνδέσεις για τη χρησιμοποίηση των συστημάτων που επιλέγουν·
 - η αρμόδια αρχή της ρυθμιζόμενης αγοράς συμφωνεί ότι το σύστημα που επιλέγει η επιχείρηση επενδύσεων διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.
- γ) **στις ρυθμιζόμενες αγορές:** δικαίωμα να χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες κεντρικών αντισυμβαλλομένων εγκατεστημένων σε άλλο κράτος μέλος για ορισμένες ή για όλες τις συναλλαγές. Ωστόσο, η αρμόδια αρχή της ρυθμιζόμενης αγοράς μπορεί να αντιταχθεί στη χρησιμοποίηση ξένου κεντρικού αντισυμβαλλομένου εάν μπορεί να

¹⁴ Οδηγία 93/22/ΕΟΚ της 10ης Μαΐου 1993, ΕΕ L 141 της 11.06.1993, σ. 0027.

¹⁵ Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, της 7ης Απριλίου 2004. Το άρθρο 34 της οδηγίας προβλέπει ότι “τα κράτη μέλη απαιτούν οι επιχειρήσεις επενδύσεων από άλλα κράτη μέλη να έχουν δικαίωμα πρόσβασης σε συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης και διακανονισμού στο έδαφός τους για την οριστικοποίηση ή την τακτοποίηση της οριστικοποίησης συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Τα κράτη μέλη απαιτούν η πρόσβαση αυτών των επιχειρήσεων επενδύσεων στα συστήματα αυτά να υπόκειται στα ίδια διαφανή και αντικειμενικά κριτήρια χωρίς διακρίσεις όπως τα εφαρμοζόμενα στα τοπικά μέλη τους. Τα κράτη μέλη δεν περιορίζουν τη χρήση των συστημάτων αυτών κατά την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα που διενεργούνται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ΠΜΔ στο έδαφός τους.”

αποδειχθεί ότι αυτό θέτει σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία της ρυθμιζόμενης αγοράς¹⁶.

Τα **δικαιώματα πρόσβασης** που παρέχει η νέα ΟΕΥ δεν είναι πλήρη και, συνεπώς, δεν επιτρέπουν την ενοποίηση των συστημάτων σε όλα τα επίπεδα. Εφαρμόζονται μόνο στις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας. Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι και τα συστήματα εκκαθάρισης τίτλων δεν έχουν αντίστοιχο δικαίωμα να γίνουν μέλη άλλων συστημάτων. Αυτό περιορίζει τη δυνατότητα των επιχειρήσεων επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας να ασκούν το δικαίωμα επιλογής του τύπου του διακανονισμού.

Το **δικαίωμα επιλογής του τύπου του διακανονισμού**, το οποίο προβλέπει η πρόταση νέας ΟΕΥ, αποσκοπεί να *απαλλάξει* τις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας από την ανάγκη να είναι μέλη πολλών συστημάτων διακανονισμού τίτλων. Το δικαίωμα αυτό θα τους επιτρέπει να αποφασίζουν σε ποιο τόπο θα διακανονίζουν τις συναλλαγές και θα φυλάσσουν τους τίτλους σε συνάρτηση με τις επιχειρηματικές ανάγκες τους. Θα μπορούν έτσι να συγκεντρώνουν σε ένα μόνο σύστημα ή σε ένα συνδυασμό συστημάτων τους τίτλους που κατέχουν, αποφασίζοντας ελεύθερα βάσει κριτηρίων κόστους, αποτελεσματικότητας, πρόσβασης σε χρηματοδοτήσεις, ποιότητας υπηρεσιών ή άλλων κριτηρίων σημαντικών γι' αυτές. Η πολυπλοκότητα αυτών των δραστηριοτήτων θα μειωθεί και θα καταστεί δυνατή μια πιο αποτελεσματική διαχείριση των ασφαλειών.

Ωστόσο, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας δεν θα μπορούν να ασκούν αυτό το δικαίωμα επιλογής παρά μόνο εάν ο προτιμώμενος τόπος διακανονισμού έχει πρόσβαση στο "σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης". Για το λόγο αυτό, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων πρέπει να έχουν δικαίωμα πρόσβασης στα συστήματα διακανονισμού τίτλων που είναι εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη. Επιπλέον, το δικαίωμα επιλογής, όπως προβλέπεται από την νέα ΟΕΥ, δεν περιλαμβάνει την *εκκαθάριση*. Η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να δοθεί στις επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας η δυνατότητα να επιλέγουν όχι μόνο τον τόπο του διακανονισμού, αλλά επίσης και τον τόπο της εκκαθάρισης. Με την επιλογή του τόπου του διακανονισμού, οι συμμετέχοντες στην αγορά θα μπορούν να διακανονίζουν σε διασυνοριακή βάση μέσω των συστημάτων διακανονισμού τίτλων που θα επιλέγουν. Με τον ίδιο τρόπο, με την επιλογή του τόπου της εκκαθάρισης, οι συμμετέχοντες στην αγορά θα μπορούν να εκκαθαρίζουν διασυνοριακά μέσω του κεντρικού αντισυμβαλλομένου της επιλογής τους. Για να υπάρχει **πραγματικό δικαίωμα επιλογής του τόπου της εκκαθάρισης**, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι πρέπει να έχουν δικαίωμα πρόσβασης στους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους που είναι εγκατεστημένοι σε άλλα κράτη μέλη.

Οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι συνήθως παρεμβάλλονται μεταξύ των συμβαλλομένων στις συναλλαγές, ενεργώντας ως αγοραστής για κάθε πωλητή και ως πωλητής για κάθε αγοραστή ("ανανέωση της ενοχικής σχέσης" ("novation"))· για να μπορούν να διακανονίζουν τις συναλλαγές που έχουν αποτελέσει αντικείμενο παρόμοιας ανανέωσης ενοχής, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι πρέπει επίσης να έχουν άμεση ή έμμεση πρόσβαση στα συστήματα διακανονισμού τίτλων στα οποία διακανονίζονται τελικά οι συναλλαγές και τηρούνται οι τίτλοι. Κατά συνέπεια, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι πρέπει επίσης να έχουν δικαίωμα πρόσβασης στα συστήματα διακανονισμού τίτλων που είναι εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη.

¹⁶ Η νέα ΟΕΥ αναγνωρίζει σαφώς τις ανησυχίες των δημόσιων αρχών όσον αφορά τη χρησιμοποίηση ξένων συστημάτων όταν αυτά δεν λειτουργούν βάσει κοινού κανονιστικού πλαισίου.

Η παροχή δικαιωμάτων πρόσβασης σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και σε συστήματα διακανονισμού τίτλων δεν έχει ως μόνο αποτέλεσμα να καταστήσει πραγματική την ελευθερία επιλογής των επιχειρήσεων επενδύσεων· εξασφαλίζει επίσης ίσους όρους ανταγωνισμού μεταξύ των παρόχων υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού.

Η νέα ΟΕΥ παρέχει στις ρυθμιζόμενες αγορές το **δικαίωμα να χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες κεντρικών αντισυμβαλλομένων** εγκατεστημένων σε άλλο κράτος μέλος· το δικαίωμα αυτό αποσκοπεί να ενισχύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ παρόχων υπηρεσιών εκκαθάρισης στην ΕΕ.

Η ελευθερία επιλογής που παρέχεται στις ρυθμιζόμενες αγορές δεν είναι ωστόσο πλήρης, υπό την έννοια ότι εκτός από το δικαίωμα προσφυγής σε ξένο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, οι ρυθμιζόμενες αγορές θα έπρεπε να έχουν επίσης το δικαίωμα να επιλέγουν τις υπηρεσίες συστήματος διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένου σε άλλο κράτος μέλος. Επιπλέον, τα ίδια δικαιώματα θα πρέπει να επεκταθούν και στους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης¹⁷.

Η Επιτροπή εκτιμά συνεπώς ότι οι συνδυασμένες διατάξεις της οδηγίας-πλαίσου για την εκκαθάριση και το διακανονισμό και της νέας ΟΕΥ θα παρέχουν τα ακόλουθα δικαιώματα πρόσβασης και επιλογής:

- *επιχειρήσεις επενδύσεων και τράπεζες*: δικαίωμα πρόσβασης σε συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη·
- *κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι*: δικαίωμα πρόσβαση σε κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και συστήματα διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη·
- *συστήματα διακανονισμού τίτλων*: δικαίωμα πρόσβασης σε συστήματα διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη·
- *ρυθμιζόμενες αγορές και πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης*: δικαίωμα σύναψης κατάλληλων συμφωνιών με κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και συστήματα διακανονισμού τίτλων εγκατεστημένα σε άλλα κράτη μέλη.

Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, η πρόσβαση πρέπει να διέπεται από διαφανείς κανόνες που δεν εισάγουν διακρίσεις και βασίζονται σε αντικειμενικά κριτήρια. Για να αποφευχθούν οι διακρίσεις, κάθε απόκλιση από τα συνήθη επίπεδα υπηρεσιών ή τιμολόγησης θα πρέπει να δικαιολογείται από αντικειμενικούς παράγοντες. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι η ύπαρξη πλήρους ελευθερίας πρόσβασης για τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους δεν συνεπάγεται ότι οι οντότητες αυτές πρέπει να υποχρεούνται να ζητούν και να διατηρούν την πρόσβαση σε άλλα συστήματα. Ωστόσο, εάν υπάρχει λειτουργική σύνδεση μεταξύ δύο συστημάτων διακανονισμού τίτλων, τα συστήματα αυτά δεν πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να αρνούνται τη χρησιμοποίηση της σύνδεσης για το διακανονισμό των συναλλαγών σε τίτλους για τους οποίους ένα από τα δύο συστήματα διακανονισμού τίτλων αντιπροσωπεύει το τελικό σημείο διακανονισμού.

2.2. Ένα κοινό κανονιστικό/εποπτικό πλαίσιο

¹⁷ Η πολιτική συμφωνία που επιτεύχθηκε στο Συμβούλιο στις 7 Οκτωβρίου 2003 για το σχέδιο νέας ΟΕΥ δίνει λύσει στους δύο αυτούς περιορισμούς με την παροχή στις ρυθμιζόμενες αγορές και στους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης δικαιώματος επιλογής των υπηρεσιών ξένων κεντρικών αντισυμβαλλομένων και συστημάτων διακανονισμού τίτλων.

Οι εθνικοί περιορισμοί στην ελευθερία πρόσβασης και επιλογής μπορούν να εξηγηθούν από ιστορικές συνθήκες, αλλά αντικατοπτρίζουν επίσης τα θεμιτά συμφέροντα των εθνικών κανονιστικών/εποπτικών αρχών να διασφαλίσουν την ασφάλεια των συστημάτων και τη συνολική χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, Η ΕΕΡΑΑΚΑ και το ΕΣΚΤ καταρτίζουν ήδη πρότυπα για τη δημιουργία κοινού κανονιστικού/εποπτικού πλαισίου που θα αποτελεί τη βάση για την αντιμετώπιση αυτών των ανησυχιών στην ΕΕ. Αναμένεται ότι οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές (“οι εθνικές αρχές”) θα ενσωματώσουν τα πρότυπα αυτά στα αντίστοιχα κριτήρια αξιολόγησης, επιτρέποντας έτσι τον έλεγχο της συμμόρφωσης με αυτά. Τα πρότυπα αυτά δεν θα είναι δεσμευτικά και δεν θα υπερισχύουν των ενδεχόμενων αντίθετων εθνικών διατάξεων.

Παράλληλα με την ανάπτυξη των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και διασυνδέσεων μεταξύ συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, οι εθνικές αρχές θα συνεργάζονται ολοένα περισσότερο μεταξύ τους για την αποτελεσματική διασυνοριακή ρύθμιση και εποπτεία τους. Στο πλαίσιο αυτό, πρέπει να προσδιοριστεί σαφώς το εφαρμοστέο καθεστώς, δηλαδή ποια αρχή είναι αρμόδια για τη ρύθμιση και την εποπτεία συγκεκριμένων διασυνοριακών δραστηριοτήτων εκκαθάρισης και διακανονισμού. Ελλείψει κοινού πλαισίου, η σημερινή διασυνοριακή συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρχών που οφείλουν να μεριμνήσουν για τη σταθερότητα ενός συστήματος ή των συμμετεχόντων σε αυτό βασίζεται σε άμεσες συμφωνίες μεταξύ αυτών των αρχών εφόσον και όταν οι εξελίξεις στην αγορά το καθιστούν αναγκαίο. Και στην περίπτωση αυτή, τα σχέδια προτύπων ΕΕΡΑΑΚΑ/ΕΣΚΤ προβλέπουν μια κατάλληλη κατανομή των ευθυνών μεταξύ αρμόδιων εθνικών αρχών. Ωστόσο, κανένα πρότυπο δεν θα υπερισχύει των ευθυνών που έχουν οι δημόσιες αρχές σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία.

Αυτές οι εγγενείς αδυναμίες των προτύπων καταδεικνύουν ότι ενώ ο καθορισμός προτύπων μπορεί, σε ορισμένο βαθμό, να δημιουργήσει ένα κοινό πλαίσιο για την εκκαθάριση και το διακανονισμό τίτλων, δεν μπορεί όμως να υποκαταστήσει ένα κατάλληλο νομοθετικό πλαίσιο. Η Επιτροπή εκτιμά συνεπώς ότι, όπως και για την καθιέρωση πλήρους ελευθερίας πρόσβασης και επιλογής, η προσφυγή σε οικειοθελείς ενέργειες των εθνικών νομοθετικών ή ρυθμιστικών αρχών για τη δημιουργία κοινού κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου δεν θα παρείχε επαρκή ασφάλεια δικαίου και δεν θα μπορούσε να εξασφαλίσει στο αμέσως προσεχές μέλλον ένα δίκαιο ρυθμιστικό καθεστώς που δεν θα εισάγει διακρίσεις.

Τα προβλήματα αυτά θα αποφευχθούν με την έκδοση οδηγίας που θα θεσπίζει ένα κοινό πλαίσιο αρχών υψηλού επιπέδου για την έγκριση, ρύθμιση και εποπτεία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων. Ωστόσο, οι συγκεκριμένοι κανόνες που θα πρέπει να εφαρμόζουν τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων πρέπει να είναι ευέλικτοι και να λαμβάνουν επαρκώς υπόψη τόσο τις εποπτικές πρακτικές όσο και τις πρακτικές της αγοράς. Για τους λόγους αυτούς, η Επιτροπή εκτιμά ότι οι προαναφερθείσες αρχές υψηλού επιπέδου θα πρέπει να συγκεκριμενοποιηθούν με ειδικά μέτρα που θα θεσπιστούν με την προσέγγιση σε τέσσερα επίπεδα της διαδικασίας Lamfalussy. Τα πρότυπα ΕΕΡΑΑΚΑ/ΕΣΚΤ θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη βάση για όλα τα εκτελεστικά μέτρα επιπέδου 2 που θα καταρτίζονταν σύμφωνα με τις εξουσιοδοτικές διατάξεις της οδηγίας-πλαίσιο.

Προβλέπεται ότι η οδηγία αυτή θα:

- βασίζεται σε μια λειτουργική προσέγγιση·
- θα καθορίζει τις αρχικές και τις συνεχείς απαιτήσεις προληπτικού ελέγχου και προστασίας του επενδυτή· και

- Θα περιέχει διατάξεις για τη συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών.

Λειτουργική προσέγγιση: σύμφωνα με τις πρόσφατες εργασίες των ομάδων εργασίας CPSS/IOSCO και ΕΣΚΤ/ΕΕΡΑΑΚΑ, η Επιτροπή εκτιμά ότι η οδηγία πρέπει να βασίζεται σε μια λειτουργική προσέγγιση. Θα εξασφαλιστεί έτσι η συνοχή των δράσεων και θα αποφευχθούν οι ρυθμιστικές συγκρούσεις.

Από την άποψη αυτή, η οδηγία πρέπει να περιέχει κοινούς λειτουργικούς ορισμούς των δραστηριοτήτων *εκκαθάρισης και διακανονισμού*. Οι ορισμοί θα μπορούν να καλύπτουν, αλλά όχι κατ' ανάγκη να αντικατοπτρίζουν πιστά, ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων ολοκλήρωσης των συναλλαγών μετά τη διαπραγμάτευση, όπως ιδίως η *αντιστοίχιση και επιβεβαίωση* των συναλλαγών, η *εκκαθάριση*, ο *διακανονισμός* και η *φύλαξη*, καθώς και η *συμβολαιογραφική* λειτουργία. Σε κάθε περίπτωση, οι ορισμοί θα πρέπει να βασίζονται σε κατάλληλα τμήματα της αλυσίδας αξίας και όχι στο καθεστώς του παρόχου υπηρεσιών ως “διαμεσολαβητής” ή ως “υποδομή”, παρόλο που αυτή η διχοτομία μπορεί να είναι πρόσφορη για την εκτίμηση του επιπέδου κινδύνου των διαφόρων λειτουργιών. Τα ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να υποβάλλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με την καταλληλότητα της διχοτομίας αυτής στο παρόν πλαίσιο. Η Επιτροπή εκτιμά ότι ο βαθμός εξειδίκευσης των ορισμών των λειτουργιών θα εξαρτηθεί από τον τρόπο με τον οποίο οι διάφορες δραστηριότητες σχετίζονται με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και προστασίας του επενδυτή που θα θεωρηθούν κατάλληλες, ιδίως όσον αφορά τις διάφορες κατηγορίες κινδύνου που αποσκοπούν να καλύψουν αυτές οι απαιτήσεις – πιστωτικός κίνδυνος, λειτουργικός κίνδυνος, κίνδυνος φύλαξης, κλπ. Πρέπει επίσης να εξεταστεί εάν είναι σκόπιμο να επεκταθούν οι ορισμοί και το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας προκειμένου να καλύψουν και άλλες δραστηριότητες μετά τη διαπραγμάτευση, όπως η *διαχείριση ασφαλειών* ή η *εξυπηρέτηση τίτλων (asset servicing)*.

Η Επιτροπή έχει επίγνωση του γεγονότος ότι οι πρακτικές στην αγορά οδήγησαν σε ορισμένες περιπτώσεις στη χρησιμοποίηση του ίδιου όρου για διαφορετικές και/ή συμπληρωματικές λειτουργίες. Η οδηγία πρέπει να αντιμετωπίσει το πρόβλημα αυτό με την υιοθέτηση ορισμών που περιγράφουν με μη διαφορούμενο τρόπο τις διάφορες λειτουργίες, ακόμα και εάν δεν καλύπτουν κατ' ανάγκη όλες τις σημερινές χρήσεις ενός όρου. Στην παρούσα ανακοίνωση, η Επιτροπή χρησιμοποίησε σκόπιμα μόνο δύο γενικές κατηγορίες λειτουργιών, την *εκκαθάριση* και το *διακανονισμό*. Η *εκκαθάριση* ορίζεται ως οι δραστηριότητες, όπως η ανανέωση ενοχής, που εξασφαλίζουν τους αντισυμβαλλομένους έναντι του κινδύνου κόστους αντικατάστασης, ενώ ο *διακανονισμός* ορίζεται γενικά ώστε να περιλαμβάνει το προ-διακανονισμό, το διακανονισμό και τη φύλαξη. Στη σχεδιαζόμενη οδηγία οι ορισμοί αυτοί πρέπει να εξειδικευτούν και να διευκρινιστούν περαιτέρω, λαμβάνοντας υπόψη τις σχέσεις τους με τις αντίστοιχες απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και προστασίας του επενδυτή.

Αρχικές και συνεχείς απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και προστασίας των επενδυτών: σκοπός του νέου νομοθετικού πλαισίου που θα ενσωματωθεί στη σχεδιαζόμενη οδηγία για την *εκκαθάριση και το συμψηφισμό* είναι να επιτρέψει στα συστήματα εκκαθάρισης και συμψηφισμού να παρέχουν ελεύθερα τις υπηρεσίες τους στα άλλα κράτη μέλη. Όμως οι οντότητες αυτές αντιπροσωπεύουν επίσης μια σημαντική πηγή κινδύνου αντισυμβαλλομένου και συστημικού κινδύνου για τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Για τους λόγους αυτούς, η Επιτροπή εκτιμά ότι είναι αναγκαίο, για την επίτευξη της αμοιβαίας αναγνώρισης στο πλαίσιο της εσωτερικής χρηματοπιστωτικής αγοράς, να καθιερωθούν κοινές αρχικές και συνεχείς απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και προστασίας του επενδυτή, καθώς και ορισμένες άλλες απαιτήσεις για τη διακυβέρνηση (βλέπε τμήμα 2.3).

Η οδηγία πρέπει συνεπώς να καθορίσει κατάλληλες αρχικές και συνεχείς **απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας** για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις δραστηριότητες *εκκαθάρισης και διακανονισμού* πρέπει να συνδέονται σαφώς με τις αντίστοιχες λειτουργίες, όπως αυτές θα οριστούν, και με το επίπεδο κινδύνου που ενέχουν οι λειτουργίες αυτές (“λειτουργική προσέγγιση”). Η Επιτροπή εκτιμά ότι αυτές οι κεφαλαιακές απαιτήσεις πρέπει να λαμβάνουν υπόψη εκείνες που εφαρμόζονται σήμερα στις τράπεζες, ιδίως όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο. Ωστόσο, στο βαθμό που το ισχύον και το μελλοντικό πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες δεν θεωρείται κατάλληλο για την κάλυψη των εγγενών κινδύνων της *εκκαθάρισης και του διακανονισμού*, το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων πρέπει να προσαρμοστεί κατάλληλα. Στο παρόν στάδιο δεν μπορεί να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο επιβολής συμπληρωματικών απαιτήσεων προληπτικής εποπτείας.

Η οδηγία πρέπει επίσης να καθορίσει **αρχές υψηλού επιπέδου για τη διαχείριση κινδύνων**, όπως η αρχή της παράδοσης έναντι πληρωμής, καθώς και ορισμένες συμπληρωματικές αρχές για την **προστασία του επενδυτή**, όπως εκείνες που αποσκοπούν στη διασφάλιση της ακεραιότητας της έκδοσης και στην προστασία των τίτλων πελατών. Ουσιώδη σημασία έχει ιδίως η εξασφάλιση της αξιοπιστίας των λογιστικών εγγραφών σε όλες τις βαθμίδες της αλυσίδας διαμεσολάβησης. Οι κατάλληλες λογιστικές πρακτικές και οι διαδικασίες ελέγχου της συμφωνίας των λογιστικών εγγραφών σε όλα τα στάδια της αλυσίδας διαμεσολαβητών αποτελούν απαραίτητο συμπλήρωμα κάθε προσπάθειας αποσαφήνισης των νομικών αποτελεσμάτων της έμμεσης κατοχής τίτλων (σχετικά με τις προσπάθειες εναρμόνισης αυτών των νομικών αποτελεσμάτων βλέπε το τμήμα 3.1 κατωτέρω). Η Επιτροπή εκτιμά ότι οι αρχές υψηλού επιπέδου για τη διαχείριση κινδύνων και την προστασία του επενδυτή πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο συγκεκριμένων μέτρων, όπως εκείνα που αναπτύσσονται από το ΕΣΚΤ και την ΕΕΡΑΑΚΑ.

Συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών: η καθιέρωση πλήρους ελευθερίας πρόσβασης, η κατάργηση των υφιστάμενων φραγμών στη διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό και η εισαγωγή κοινού κανονιστικού πλαισίου θα οδηγήσουν κατά πάσα πιθανότητα σε υψηλότερο βαθμό ενοποίησης και συγκέντρωσης στον τομέα της *εκκαθάρισης και του διακανονισμού*. Για το λόγο αυτό, το κανονιστικό πλαίσιο πρέπει να περιλαμβάνει ένα πρότυπο εποπτικής συνεργασίας, προκειμένου να αποφευχθεί η υπαγωγή των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων που ασκούν διασυνοριακές δραστηριότητες στον έλεγχο πολλών εποπτικών αρχών, εφόσον αυτό θα αύξανε το κόστος της ρυθμιστικής διαδικασίας και την πολυπλοκότητά της.

Το πρότυπο προληπτικής εποπτείας που εφαρμόζεται στους τομείς των τραπεζών, των επενδυτικών υπηρεσιών κλπ., οι οποίοι έχουν εναρμονιστεί στην ΕΕ, βασίζεται στην αρχή του **ελέγχου από τη χώρα καταγωγής**. Η αρχή αυτή, η οποία έχει ενσωματωθεί σε πολλές ευρωπαϊκές οδηγίες, προβλέπει ότι οι αρχές της χώρας καταγωγής είναι υπεύθυνες για την εποπτεία μιας οντότητας για τις δραστηριότητες που ασκεί εκτός της χώρας καταγωγής ή στο εξωτερικό μέσω υποκαταστήματος ή με ελεύθερη παροχή υπηρεσιών. Προβλέπει επίσης ότι οι ξένες θυγατρικές αυτών των οντοτήτων εποπτεύονται από τις αρχές του κράτους μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένη η θυγατρική. Οι αρχές της χώρας υποδοχής, αφετέρου, εξακολουθούν να ευθύνονται για ορισμένα θέματα, όπως η εποπτεία της ρευστότητας των υποκαταστημάτων, η εφαρμογή των μέτρων νομισματικής πολιτικής κλπ. Αυτό το πρότυπο εποπτείας παρέχει επίσης ένα πλαίσιο για την τακτική ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι ένα παρόμοιο πρότυπο, προσαρμοσμένο στις ιδιαιτερότητες του τομέα της εκκαθάρισης και διακανονισμού, πρέπει να υιοθετηθεί και για το συντονισμό των εποπτικών ευθυνών των εθνικών αρχών.

Το πλαίσιο εποπτικής συνεργασίας θα πρέπει επίσης να λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι ορισμένες οντότητες υπάγονται ήδη σε υφιστάμενο εποπτικό καθεστώς (όπως εκείνο που εφαρμόζεται στις τράπεζες). Η οδηγία θα πρέπει να αποφύγει τη διπλή επιβολή των ίδιων εποπτικών απαιτήσεων.

Με βάση τις διατάξεις αυτές, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι και τα εκκαθαριστικά μέλη θα αποκτούσαν ένα ευρωπαϊκό διαβατήριο που θα τους επέτρεπε να ασκήσουν τη δραστηριότητά τους σε διασυνοριακή βάση. Επί του παρόντος, μόνον οι θεματοφύλακες έχουν παρόμοιο διαβατήριο, με βάση τις διατάξεις της ΟΕΥ. Το διαβατήριο για την εκκαθάριση και το διακανονισμό θα εξασφαλίσει ίσους όρους ανταγωνισμού σε όλους τους παρόχους υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού.

2.3. Διακυβέρνηση

Τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι έχουν πολύ μεγάλη ισχύ στην αγορά και μπορούν να αποτελέσουν πηγή δυνητικής αστάθειας για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο βαθμό που η διαδικασία ενοποίησης οδηγεί σε υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης στην ΕΕ, ο κίνδυνος να μετατραπεί ένα σύστημα διακανονισμού τίτλων ή ένας κεντρικός αντισυμβαλλόμενος σε πηγή χρηματοπιστωτικής αστάθειας αυξάνεται σημαντικά. Οι μηχανισμοί διακυβέρνησης μπορούν να χρησιμοποιούν για να περιοριστούν αυτές οι ανησυχίες.

Η Επιτροπή αποδίδει ιδιαίτερη σημασία στο θέμα της υιοθέτησης κατάλληλων μηχανισμών διακυβέρνησης από τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους. Κατά την άποψη της, η οδηγία-πλαίσιο πρέπει να περιλαμβάνει ορισμένες αρχές υψηλού επιπέδου για τη διακυβέρνηση.

Οι μηχανισμοί διακυβέρνησης πρέπει να διέπουν τις σχέσεις μεταξύ ιδιοκτητών, διοικητικού συμβουλίου, διευθυντικών στελεχών και άλλων ενδιαφερομένων μερών, περιλαμβανομένων των χρηστών και των αρχών που αντιπροσωπεύουν το δημόσιο συμφέρον. Αυτές οι διάφορες κατηγορίες ενδιαφερομένων έχουν ποικίλα συμφέροντα. Το θεμιτό συμφέρον των ιδιοκτητών συστημάτων διακανονισμού τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Οι χρήστες επιθυμούν να επωφεληθούν από υπηρεσίες που καλύπτουν, με εύλογο κόστος, τις ανάγκες τους. Οι δημόσιες αρχές οφείλουν να μεριμνήσουν ώστε τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι: (α) δεν υιοθετούν πρακτικές αντίθετες προς τους κανόνες ανταγωνισμού· και (β) διαθέτουν επαρκείς διασφαλίσεις κατά των κινδύνων. Τα συμφέροντα αυτά μπορούν να συγκρούονται μεταξύ τους. Για παράδειγμα, η μεγιστοποίηση του κέρδους δεν πρέπει να οδηγεί σε αύξηση του κινδύνου, όπως θα συνέβαινε εάν το σύστημα διακανονισμού τίτλων ή ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος δεν πραγματοποιούσε τις αναγκαίες επενδύσεις σε συστήματα πληροφορικής και σε προσωπικό.

Οι κυριότερες συνιστώσες της διακυβέρνησης είναι: (α) το ιδιοκτησιακό καθεστώς και η διάρθρωση του ομίλου· (β) η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου· (γ) οι διάλογοι επικοινωνίας μεταξύ διευθυντικών στελεχών και διοικητικού συμβουλίου· και (δ) οι

πρωτοβουλίες της διοίκησης και η διαδικασία με την οποία αυτή λογοδοτεί για τις επιδόσεις της, για παράδειγμα σε ελεγκτική επιτροπή¹⁸.

Πρέπει να γίνεται μια βασική διάκριση μεταξύ δύο ειδών διάρθρωσης διακυβέρνησης: (α) οντότητες που κατέχονται/διακυβερνώνται από τους χρήστες· και (β) κερδοσκοπικές οντότητες. Στην πρώτη περίπτωση, οι χρήστες είναι ιδιοκτήτες της εταιρείας. Αυτό που έχει όμως σημασία είναι το γεγονός ότι τα εταιρικά μερίδια κατανέμονται ανάλογα με τη χρησιμοποίηση των υπηρεσιών. Επιπλέον, τα εταιρικά μερίδια πρέπει να αντικατοπτρίζονται και στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Με τον τρόπο αυτό, η εταιρεία δεν κατέχεται μόνον από τους χρήστες των υπηρεσιών της, αλλά διακυβερνάται επίσης από αυτούς. Δεδομένου ωστόσο ότι η χρησιμοποίηση των υπηρεσιών μπορεί να ποικίλλει διαχρονικά, απαιτείται ένας μηχανισμός που θα εξασφαλίζει την αντιστοιχία των εταιρικών μεριδίων με τη χρησιμοποίηση των υπηρεσιών. Στην δεύτερη περίπτωση, το ιδιοκτησιακό καθεστώς δεν συνδέεται με τη χρησιμοποίηση των υπηρεσιών. Μεταξύ αυτών των δύο προτύπων διακυβέρνησης, υπάρχουν περιθώρια για ενδιάμεσες λύσεις.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι η ύπαρξη κατάλληλης διάρθρωσης διακυβέρνησης έχει ιδιαίτερη σημασία για την αντιμετώπιση των δυνητικών προβλημάτων στον τομέα αυτό. Δεν προτίθεται ωστόσο να εμπλακεί στη διαμάχη για την μορφή διακυβέρνησης που πρέπει να προτιμηθεί – οντότητες που κατέχονται / διακυβερνώνται από τους χρήστες ή κερδοσκοπικές οντότητες. Αυτό που έχει σημασία είναι να τηρούνται οι απαιτήσεις που θα καθοριστούν, όποιο πρότυπο και εάν επιλεγεί.

* * *

Οι μηχανισμοί διακυβέρνησης πρέπει να είναι σαφείς και διαφανείς. Αυτό συνεπάγεται, μεταξύ άλλων, ότι οι ιδιοκτήτες συστημάτων διακανονισμού τίτλων και κεντρικών αντισυμβαλλομένων πρέπει να γνωστοποιούν τις συμμετοχές τους, εάν αυτές υπερβαίνουν ένα δεδομένο όριο. Επιπλέον, οι αμοιβές που καταβάλλονται στους διευθυντές και τους διαχειριστές, καθώς και κάθε καθεστώς κινήτρων, πρέπει να ανακοινώνεται δημόσια ή, τουλάχιστον, να γνωστοποιείται στους χρήστες. Οι ρυθμίσεις αυτές θα επέτρεπαν στους ενδιαφερομένους να γνωρίζουν σε ποιους διανέμονται τα κέρδη και ποιες είναι οι αμοιβές των διευθυντών και διαχειριστών και τα κίνητρα που τους παρέχονται. Η διαφάνεια των μηχανισμών διακυβέρνησης συνεπάγεται επίσης ότι οι στόχοι και οι σημαντικές αποφάσεις γνωστοποιούνται στους ιδιοκτήτες, στους χρήστες και στις δημόσιες αρχές.

Επιπλέον, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι πρέπει να διαθέτουν μία ή περισσότερες ανεξάρτητες επιτροπές, και ιδίως μια ελεγκτική επιτροπή, αποτελούμενη κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητους διευθυντές. Η ελεγκτική επιτροπή θα πρέπει να εξασφαλίζει ότι λαμβάνονται δεόντως υπόψη οι ανησυχίες των δημόσιων αρχών και τα συμφέροντα των χρηστών σχετικά με τα ακόλουθα θέματα: (α) εσωτερική οργάνωση και συνολική επάρκεια των ανθρώπινων και τεχνολογικών πόρων· (β) λογιστική· (γ) αξιοπιστία των συστημάτων πληροφορικής· και (δ) πολιτικές διαχείρισης κινδύνων. Ορισμένα από τα καθήκοντα της ελεγκτικής επιτροπής θα μπορούσαν, λόγω της ιδιαίτερα τεχνικής φύσης τους, να ανατεθούν σε εξωτερικές εταιρείες. Η επιτροπή αυτή θα πρέπει επίσης να εντοπίζει και να διευθετεί ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και χρηστών, καθώς και μεταξύ ιδιοκτητών και/ή χρηστών, αφενός, και δημόσιων αρχών, αφετέρου. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου εκτιμάται συνήθως σε σχέση με τα διευθυντικά στελέχη και με τους μετόχους που κατέχουν ελέγχουσα συμμετοχή. Λόγω

¹⁸ Βλέπει τις συστάσεις CPSS/IOSCO και τα πρότυπα ΕΕΡΑΑΚΑ/ΕΣΚΤ.

του εγγενούς συμφέροντος των δημόσιων αρχών για την καλή λειτουργία των συστημάτων διακανονισμού τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, ένας ορισμένος αριθμός μελών του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να είναι επίσης ανεξάρτητοι σε σχέση με τους χρήστες και τους μετόχους χωρίς ελέγχουσα συμμετοχή.

Πρέπει επίσης να ρυθμιστεί το θέμα των μηχανισμών διακυβέρνησης που θα εφαρμόζονται στους διαμεσολαβητές, ιδίως όσον αφορά τις δραστηριότητές τους που σχετίζονται με την εξυπηρέτηση τίτλων. Η Επιτροπή εκτιμά ότι το καθεστώς που πρέπει να εφαρμόζεται στους διαμεσολαβητές πρέπει να είναι συνεπές με τους μηχανισμούς διακυβέρνησης που προβλέπονται για τα πρόσωπα που κατέχουν ειδική συμμετοχή και για τους διευθυντές των συστημάτων διακανονισμού τίτλων και των κεντρικών αντισυμβαλλομένων, οι οποίοι είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για την εξασφάλιση της διαφάνειας, της καταλληλότητας και της εντιμότητας των προσώπων αυτών και του αποτελεσματικού ελέγχου των κινδύνων.

* * *

Τα μέτρα αυτά είναι γενικά σύμφωνα με τις κατευθύνσεις πολιτικής που αναπτύσσονται στην ανακοίνωση της Επιτροπής για το εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση¹⁹. Ωστόσο, η Επιτροπή εκτιμά ότι, λόγω του συμφέροντος που έχουν οι δημόσιες αρχές να αποφευχθεί η υιοθέτηση πρακτικών αντίθετων προς τους κανόνες ανταγωνισμού από τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους, ενδέχεται να είναι σκόπιμη η λήψη συμπληρωματικών μέτρων διακυβέρνησης, λαμβανομένης υπόψη της σημερινής και της προβλεπόμενης ανάπτυξης του τομέα. Είναι πιθανό ότι ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης ενοποίησης, διάφορες κατηγορίες ιδρυμάτων θα ανταγωνίζονται μεταξύ τους για την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών *εκκαθάρισης και διακανονισμού*. Είναι πιθανό, για παράδειγμα, ότι τα κεντρικά αποθετήρια αξιών, τα διεθνή κεντρικά αποθετήρια αξιών και οι θεματοφύλακες θα ανταγωνίζονται μεταξύ τους για την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών *διακανονισμού*. Για το λόγο αυτό, προβλέπεται ότι οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι και τα συστήματα διακανονισμού τίτλων θα διαχωρίζουν τις υπηρεσίες που παρέχουν ως διαμεσολαβητές και θα τηρούν χωριστούς λογαριασμούς για τις υπηρεσίες αυτές. Οι ίδιες διατάξεις πρέπει να εφαρμόζονται και στις “μη κύριες” δραστηριότητες, όπως οι τραπεζικές, που ενδεχομένως ασκούν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και/ή οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Παρόλο που τα συμπληρωματικά αυτά μέτρα μπορούν να θεωρηθούν πιο παρεμβατικά σε σχέση με τις άλλες απαιτήσεις γνωστοποίησης – για παράδειγμα, η απαίτηση χωριστής λογιστικής μπορεί να συνεπάγεται επιλογές που εισάγουν διακρίσεις στον τρόπο καταλογισμού του κόστους – αυξάνουν ωστόσο τη διαφάνεια των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και των συστημάτων διακανονισμού τίτλων. Σχετικά με το θέμα αυτό, η παρούσα ανακοίνωση ακολουθεί την προσέγγιση που προτείνεται στην ανακοίνωση για το εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση, σύμφωνα με την οποία “προτεραιότητα πρέπει να δίνεται στις **απαιτήσεις δημοσιότητας**, επειδή παρεμβαίνουν λιγότερο στην εταιρική ζωή και αποτελούν έναν ιδιαίτερα αποτελεσματικό, προσαρμοσμένο στην αγορά τρόπο ταχείας επίτευξης αποτελεσμάτων” (σ. 14).

Χωριστή λογιστική παρακολούθηση: ο διαχωρισμός της λογιστικής απαιτεί το χωριστό καταλογισμό των εξόδων και εσόδων. Ο διαχωρισμός των εσόδων θα μπορούσε να επιτευχθεί με την επιβολή απαίτησης χωριστής τιμολόγησης ορισμένων υπηρεσιών. Δεδομένου ότι τα συστήματα διακανονισμού τίτλων και οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι χαρακτηρίζονται από μεγάλες οικονομίες φάσματος στις κύριες δραστηριότητές τους, αφενός, και στις μη κύριες

¹⁹ COM(2003) 284(τελικό) της 21.5.2003.

δραστηριότητές τους, αφετέρου, ο διαχωρισμός του κόστους συνεπάγεται επιλογές που εισάγουν διακρίσεις μεταξύ των διαφόρων δραστηριοτήτων.

Για παράδειγμα, με τον καταλογισμό πολύ χαμηλής αναλογίας εξόδων στις μη κύριες δραστηριότητες, κάθε σύστημα διακανονισμού τίτλων ή κεντρικός αντισυμβαλλόμενος μπορεί να εμφανίζει κέρδος από τις δραστηριότητες αυτές, το οποίο με τη σειρά του μπορεί να θεωρηθεί ένδειξη έλλειψης σταυροειδούς επιδότησης. Οι ενδείξεις αυτές θα ήταν παραπλανητικές: εάν καταλογιζόταν η “σωστή” αναλογία σταθερού κόστους στις μη κύριες δραστηριότητες, θα διαπιστωνόταν ότι αυτές είναι λιγότερο κερδοφόρες ή ότι σε εξαιρετικές περιπτώσεις είναι στην πραγματικότητα ζημιογόνες. Συνεπώς, για να επιτευχθούν τα επιθυμητά αποτελέσματα, το θέμα της κατανομής του κόστους πρέπει να αντιμετωπισθεί με ιδιαίτερη προσοχή. Για το σκοπό αυτό, η σχεδιαζόμενη οδηγία θα μπορούσε να παραπέμψει στα διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα κατανομής του κόστους, τα οποία μπορούν να παράσχουν στις οντότητες αυτές μια υγιή βάση για την τήρηση των υποχρεώσεών τους. Σε κάθε περίπτωση, η Επιτροπή προβλέπει, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, ότι υπεύθυνη για τα λογιστικά θέματα, περιλαμβανομένου του καταλογισμού του κόστους, θα είναι μια **ελεγκτική επιτροπή** που θα αποτελείται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητους διευθυντές.

Διαχωρισμός δραστηριοτήτων: προβλέπεται επίσης ότι οι μη κύριες υπηρεσίες, όπως εκείνες που προσφέρονται με την ιδιότητα του διαμεσολαβητή και οι τραπεζικές υπηρεσίες, θα τιμολογούνται χωριστά και θα παρέχονται χωριστά, εφόσον ζητηθούν από τους χρήστες. Οι απαιτήσεις αυτές μπορούν να αντιμετωπίσουν με ικανοποιητικό τρόπο τις ανησυχίες ότι οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι και τα συστήματα διακανονισμού τίτλων θα τείνουν να επωφελούνται από την ισχύ τους για να υποχρεώνουν τους χρήστες να αγοράζουν, μαζί με τις υπηρεσίες που τους παρέχουν σε μονοπωλιακή βάση, άλλες υπηρεσίες που δεν τους είναι αναγκαίες. Οι πρακτικές αυτές δημιουργούν προβλήματα ανταγωνισμού και περιορίζουν την ικανότητα των χρηστών να μεταφέρουν τις δραστηριότητές τους στον προμηθευτή που προσφέρει τους καλύτερους όρους, μειώνοντας έτσι δυνητικά την αποτελεσματικότητά.

Η παροχή τραπεζικών υπηρεσιών (περιλαμβανομένης της αποδοχής καταθέσεων και της χορήγησης πιστώσεων) δημιουργεί ειδικά προβλήματα. Οι συμμετέχοντες στα συστήματα διακανονισμού τίτλων μπορούν, γενικά, να έχουν ανάγκη από πιστώσεις για να αντιμετωπίσουν μια προσωρινή ανεπάρκεια διαθέσιμων κατά το διακανονισμό συναλλαγών σε τίτλους. Οι ανάγκες αυτές μπορούν να αφορούν πιστώσεις στο ίδιο μέσο (χρήμα κεντρικής τράπεζας ή χρήμα εμπορικής τράπεζας) που χρησιμοποιείται για το διακανονισμό του σκέλους “ρευστά διαθέσιμα” των συναλλαγών σε τίτλους. Εξάλλου, τα συστήματα διακανονισμού τίτλων που διακανονίζουν σε δικό τους χρήμα (χρήμα εμπορικής τράπεζας) μπορούν επίσης να παρέχουν πιστώσεις στα μέλη τους.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι αντιμετώπισης του θέματος των τραπεζικών υπηρεσιών που παρέχουν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων σε μονοπωλιακή βάση. Ο πρώτος είναι να καταστεί υποχρεωτικός ο διακανονισμός σε χρήμα κεντρικής τράπεζας. Ο δεύτερος είναι να υποχρεωθούν τα συστήματα διακανονισμού τίτλων να παρέχουν εναλλακτική δυνατότητα διακανονισμού σε χρήμα κεντρικής τράπεζας. Μια άλλη λύση θα ήταν να υποχρεωθούν τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου που διακανονίζουν σε χρήμα εμπορικής τράπεζας να επιτρέπουν στις άλλες τράπεζες να διακανονίζουν το σκέλος “ρευστά διαθέσιμα” των συναλλαγών σε τίτλους. Καμία από αυτές τις εναλλακτικές λύσεις δεν θα υποχρέωνε τους συμμετέχοντες σε συστήματα διακανονισμού τίτλων να χρησιμοποιούν τις τραπεζικές υπηρεσίες που προσφέρει το σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης.

Η Επιτροπή εκτιμά ότι τα συστήματα διακανονισμού τίτλων που διακανονίζουν σε χρήμα εμπορικής τράπεζας θα πρέπει τουλάχιστον να παρέχουν στους συμμετέχοντες τη δυνατότητα

να διακανονίζουν επίσης σε χρήμα κεντρικής τράπεζας. Αυτή είναι η προσέγγιση που υιοθετήθηκε στο σχέδιο προτύπων ΕΣΚΤ/ΕΕΡΑΑΚΑ για την εκκαθάριση και το διακανονισμό.

* * *

Τέλος, για να εξασφαλιστούν ίσοι όροι ανταγωνισμού από την άποψη αυτή, τα διευθυντικά στελέχη και τα πρόσωπα που κατέχουν ειδική συμμετοχή σε συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων πρέπει να πληρούν τις απαιτήσεις καταλληλότητας και εντιμότητας που εφαρμόζονται, αντίστοιχα, στα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών και των επιχειρήσεων επενδύσεων και στα πρόσωπα που κατέχουν ειδική συμμετοχή σε αυτές.

Για όλους τους λόγους που αναφέρονται στα προηγούμενα τμήματα, η Επιτροπή εκτιμά ότι η έκδοση οδηγίας-πλαισίου θα είναι αναγκαία για την καθιέρωση (α) **πλήρους ελευθερίας πρόσβασης και επιλογής**, (β) **κοινού κανονιστικού πλαισίου**, και (γ) **κατάλληλων μηχανισμών διακυβέρνησης**.

Η σχεδιαζόμενη οδηγία αποτελεί μόνο ένα πρώτο βήμα. Θα εξασφαλίσει μια κατάλληλη ισορροπία μεταξύ *ex ante* νομοθεσίας και *ex post* παρέμβασης των αρχών ανταγωνισμού για τον έλεγχο της εφαρμογής των κανόνων ανταγωνισμού. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις και, εφόσον είναι αναγκαίο, θα προσαρμόσει την προσέγγισή της. Σε περίπτωση νέων εξελίξεων στις αγορές, ενδέχεται να καταστεί αναγκαία η αναθεώρηση της προσέγγισης αυτής, με τη λήψη ιδίως συμπληρωματικών μέτρων για να εξασφαλιστεί ότι το ισχύον νομικό πλαίσιο εγγυάται ίσους όρους ανταγωνισμού στους διάφορους φορείς και επιτρέπει να αντιμετωπιστούν με ικανοποιητικό τρόπο τα προβλήματα που μπορούν να ανακύψουν.

3. Αντιμετώπιση των νομικών και φορολογικών αποκλίσεων

3.1 Ασφάλεια δικαίου

Η ασφάλεια κάθε συστήματος εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων εξαρτάται τελικά από τη συνεκτικότητα του νομικού συστήματος στο οποίο βασίζεται. Οι νομοθετικές διατάξεις που αφορούν γενικότερα θέματα όπως η ιδιοκτησία, οι κινητές αξίες και οι πτωχευτικές διαδικασίες, αλλά και πιο ειδικοί κανόνες, όπως εκείνοι που διέπουν τη λειτουργία των συστημάτων, επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων και τη συνολική τους αποτελεσματικότητα. Για να μπορέσουν τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων να εκπληρώσουν ορθά την αποστολή τους, το νομικό τους πλαίσιο πρέπει να είναι σαφές, αξιόπιστο, συνεπές και προβλέψιμο ως προς την ερμηνεία και τον τρόπο εφαρμογής του. Με τον τρόπο αυτό, οι νομικοί κίνδυνοι για τους συμμετέχοντες και το σύστημα στο σύνολό του περιορίζονται σημαντικά.

Η διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμός διέπεται από τα δίκαια πολλών χωρών, τα οποία αντιπροσωπεύουν διαφορετικές νομικές παραδόσεις και προσεγγίσεις. Παρόλο που καθένα από τα εθνικά αυτά δίκαια μπορεί να αντιμετωπίσει με κατάλληλο τρόπο τα θέματα που ανακύπτουν στο εθνικό πλαίσιο, κατά την παροχή διασυνοριακών υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού πρέπει να προσδιορίζεται σαφώς το εθνικό δίκαιο που εφαρμόζεται στις ενοχικές και εμπράγματατες σχέσεις στο σύνολο της διαδικασίας (ζήτημα σύγκρουσης δικαίων). Επιπρόσθετα, ακόμα και εάν το πρόβλημα του προσδιορισμού του εφαρμοστέου εθνικού ουσιαστικού δικαίου ρυθμιστεί ικανοποιητικά με την εναρμόνιση των εθνικών διατάξεων ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, η διαδικασία θα εξακολουθεί να επηρεάζεται στο σύνολό της από ενδεχόμενες αποκλίσεις μεταξύ των ουσιαστικών δικαίων των

ενδιαφερόμενων χωρών. Αυτά τα ιδιαίτερα πολύπλοκα νομικά θέματα αυξάνουν σημαντικά το κόστος και την αβεβαιότητα της διασυνοριακής εκκαθάρισης-διακανονισμού.

Οι δύο εκθέσεις Giovannini περιγράφουν με σαφή τρόπο τα προβλήματα που σχετίζονται με αυτά τα νομικά θέματα. Εντοπίζουν ιδίως ως σημαντικούς φραγμούς στην περαιτέρω ενοποίηση την άνιση εφαρμογή των εθνικών διατάξεων περί συγκρούσεως δικαίων, το διαφορετικό σε κάθε κράτος μέλος νομικό καθεστώς του διμερούς συμψηφισμού και την έλλειψη κοινοτικού πλαισίου για τα δικαιώματα επί τίτλων. Επίσης, οι εκθέσεις διαπιστώνουν ότι σημαντικό φραγμό συνιστούν και οι αποκλίσεις μεταξύ εθνικών νομοθεσιών ως προς το χρόνο κατά τον οποίο ο αγοραστής θεωρείται ότι αποκτά την κυριότητα του τίτλου για τους σκοπούς των εταιρικών πράξεων.

Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο της ΕΕ ρυθμίζει ήδη ορισμένα από τα θέματα αυτά. Έτσι, οι διαφορές νομικής αντιμετώπισης του συμψηφισμού και τα θέματα σύγκρουσης δικαίων ρυθμίζονται, σε μεγάλο βαθμό, στις οδηγίες για το αμετάκλητο του διακανονισμού²⁰ και για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας²¹. Αυτές οι δύο οδηγίες περιέχουν επίσης ειδικές διατάξεις για την εφαρμογή του πτωχευτικού δικαίου στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού και στις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικών ασφαλειών, οι οποίες αποσκοπούν να ενισχύσουν την ασφάλεια των συστημάτων και των συμφωνιών παροχής χρηματοοικονομικών ασφαλειών.

Η οδηγία για το αμετάκλητο του διακανονισμού περιορίζει στο ελάχιστο τις διαταραχές που προκαλούν σε ένα σύστημα διακανονισμού οι διαδικασίες αφερεγγυότητας και εξασφαλίζει ότι οι εντολές μεταβίβασης και ο συμψηφισμός είναι νομικά εκτελεστοί και δεσμευτικοί έναντι των τρίτων. Κατά συνέπεια, η ανατροπή του συμψηφισμού δεν είναι δυνατή μετά την εισαγωγή των εντολών μεταβίβασης στο σύστημα. Επιπλέον, οι διακανονισθείσες συναλλαγές δεν μπορούν να αμφισβητηθούν με βάση τον ονομαζόμενο κανόνα της “ώρας μηδέν”, ο οποίος προβλέπεται σε ορισμένες περιπτώσεις από τη νομοθεσία περί αφερεγγυότητας. Η οδηγία ορίζει επίσης ότι οι εντολές μεταβίβασης είναι αμετάκλητες μετά από μια ορισμένη χρονική στιγμή που καθορίζεται από το σύστημα. Τέλος, οι ασφάλειες που παρέχονται σε κεντρικές τράπεζες ή στο πλαίσιο της συμμετοχής σε ένα σύστημα δεν επηρεάζονται από τα αποτελέσματα των διαδικασιών αφερεγγυότητας.

Η οδηγία ρυθμίζει επίσης το θέμα του εφαρμοστέου δικαίου κατά την παροχή ασφαλειών όταν τα δικαιώματα του ασφαλειολήπτη καταχωρούνται σε μητρώο, λογαριασμό ή κεντρικό αποθετήριο αξιών. Η οδηγία υιοθετεί την προσέγγιση που βασίζεται στον τόπο του διαμεσολαβητή (PRIMA ή “place of the relevant intermediary approach”), σύμφωνα με την οποία τα δικαιώματα των ασφαλειοληπτών προσδιορίζονται με βάση τη νομοθεσία του κράτους μέλους στο οποίο βρίσκεται το μητρώο, ο λογαριασμός ή το κεντρικό αποθετήριο αξιών.

Η οδηγία για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες, την οποία τα κράτη μέλη θέτουν αυτή τη στιγμή σε εφαρμογή, έχει πολύ ευρύτερο πεδίο εφαρμογής εφόσον καλύπτει όλες (σχεδόν) τις πράξεις παροχής χρηματοοικονομικών ασφαλειών από συστήματα και “χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές”²². Περιορίζει τις τυπικές απαιτήσεις για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικών ασφαλειών και προστατεύει το κύρος και το αμετάκλητό τους έναντι ορισμένων διατάξεων του πτωχευτικού δικαίου, όπως ο κανόνας της “ώρας μηδέν”.

²⁰ Οδηγία 98/26/ΕΚ της 19ης Μαΐου 1998, ΕΕ L 166 της 11/06/1998, σ. 45.

²¹ Οδηγία 2002/47/ΕΚ της 6ης Ιουνίου 2002, ΕΕ L 168 της 27/06/2002, σ. 43.

²² Η παροχή χρηματοοικονομικών ασφαλειών από φυσικά πρόσωπα δεν καλύπτεται από την οδηγία.

Αναγνωρίζει το διμερή συμφνηφισμό, ακόμα και όταν η εφαρμογή του συνδέεται με την έναρξη ή τη συνέχιση της εφαρμογής διαδικασιών εκκαθάρισης ή μέτρων εξυγίανσης. Η οδηγία υιοθετεί την ίδια διαδικασία PRIMA για τη ρύθμιση των θεμάτων σύγκρουσης δικαίων σε σχέση με τη νομική φύση και τα εμπράγματα αποτελέσματα της ασφάλειας με μορφή *άυλων τίτλων*²³, την πλήρωση των τυπικών και διαδικαστικών προϋποθέσεων και το κύρος έναντι τρίτων, τη σύγκρουση ανταγωνιστικών δικαιωμάτων κυριότητας ή τα άλλα δικαιώματα επί παρόμοιας ασφάλειας και τις διατυπώσεις για τη ρευστοποίησή της.

Τα θέματα σύγκρουσης δικαίων που ανακύπτουν σε σχέση με τους άυλους τίτλους επανεξετάστηκαν πρόσφατα στην νέα “σύμβαση της Χάγης για το εφαρμοστέο δίκαιο σε ορισμένα δικαιώματα που σχετίζονται με τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμό διαμεσολαβητή”.

Σύμφωνα με τη σύμβαση αυτή, η νομοθεσία που εφαρμόζεται σε ορισμένα δικαιώματα σχετιζόμενα με τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμό διαμεσολαβητή είναι η νομοθεσία που έχει συμφωνηθεί από τον κάτοχο του λογαριασμού και από το διαμεσολαβητή, υπό τον όρο ότι αυτή ικανοποιεί ένα “κριτήριο πραγματικού” που επιτρέπει να εξακριβωθεί κατά πόσον οι σχετικές με τίτλους δραστηριότητες του διαμεσολαβητή συνδέονται με την εν λόγω δικαιοδοσία, χωρίς να είναι απαραίτητο να συνδέονται με τον εν λόγω λογαριασμό.

Η εφαρμογή της Σύμβασης της Χάγης στην ΕΕ θα επιτρέπει στους συμμετέχοντες να προσδιορίζουν εκ των προτέρων, με βεβαιότητα και χωρίς δυσανάλογη προσπάθεια, ποιο εθνικό ουσιαστικό δίκαιο διέπει τα δικαιώματά τους επί έμμεσα κατεχόμενων τίτλων. Στο πλαίσιο των εξουσιών της, η Επιτροπή θα λάβει όλα τα αναγκαία μέτρα για την υπογραφή της σύμβασης και την προσχώρηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε αυτήν, καθώς και για την κύρωσή της από τα κράτη μέλη. Θα λάβει επίσης τα αναγκαία μέτρα για να προσαρμόσει τις οδηγίες για το αμετάκλητο του διακανονισμού και για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικών ασφαλειών στις διατάξεις περί εφαρμοστέου δικαίου της Σύμβασης της Χάγης.

Παρά τις βελτιώσεις που θα επιφέρουν από άποψη νομικής σαφήνειας και συνολικής σταθερότητας και αποτελεσματικότητας της διασυνοριακής εκκαθάρισης-διακανονισμού στην ΕΕ, τα μέτρα αυτά δεν καταργούν μια σειρά άλλων σημαντικών νομικών φραγμών.

Ο κυριότερος είναι η **απουσία πλαισίου στο επίπεδο της ΕΕ για την αντιμετώπιση των δικαιωμάτων που σχετίζονται με τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμό διαμεσολαβητή**. Η αδυναμία αυτή εντοπίστηκε από την Ομάδα Giovannini ως η σημαντικότερη πηγή νομικού κινδύνου στις διασυνοριακές συναλλαγές.

Ολοένα περισσότερο, οι τίτλοι τηρούνται και μεταβιβάζονται με λογιστικές εγγραφές. Για παράδειγμα, οι άυλοι τίτλοι αντιπροσωπεύονται αποκλειστικά από εγγραφή σε λογαριασμό που κατέχεται σε διαμεσολαβητή. Στην περίπτωση αυτή, πρέπει πρώτα απ’ όλα να προσδιορίζεται σαφώς η νομική φύση των δικαιωμάτων των επενδυτών σε σχέση με αυτές τις λογιστικές εγγραφές. Στην πραγματικότητα, η νομική ερμηνεία αυτών των δικαιωμάτων ποικίλλει σημαντικά ανάλογα με το κράτος μέλος.

Εξίσου σημαντικό είναι το νομικό πλαίσιο των μεταβιβάσεων δικαιωμάτων που αφορούν έμμεσα κατεχόμενους τίτλους. Ενώ στην πράξη, οι εκχωρήσεις αυτών των δικαιωμάτων πραγματοποιούνται με απλές λογιστικές εγγραφές, φαίνεται ότι τα εθνικά δίκαια δεν έχουν

²³ Ασφάλειες που συνίστανται σε χρηματοπιστωτικά μέσα, το δικαίωμα επί των οποίων αποδεικνύεται με εγγραφές σε μητρώο ή σε λογαριασμό.

όλα προσαρμόσει κατάλληλα το νομικό τους σύστημα σε αυτές τις εκχωρήσεις. Πρέπει επίσης να καθοριστεί σαφώς ο ακριβής χρόνος της μεταβίβασης των έμμεσα κατεχόμενων δικαιωμάτων.

Τα άλλα θέματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν είναι ο προσδιορισμός των προτεραιοτήτων μεταξύ ανταγωνιστικών δικαιωμάτων που έχουν καταχωρηθεί στους σχετικούς λογαριασμούς και ο τρόπος αποφυγής της κατάσχεσης ή διεκδίκησης από τους πιστωτές δικαιώματος σε επίπεδο της αλυσίδας κατοχής υψηλότερο από εκείνο στο οποίο έχει πραγματικά καταχωρηθεί ή συσταθεί το δικαίωμα ("κατάσχεση σε ανώτερη βαθμίδα"). Δεδομένου ότι οι τίτλοι ομαδοποιούνται συνήθως σε συγκεντρωτικούς λογαριασμούς (omnibus accounts), η κατάσχεση σε ανώτερη βαθμίδα θα είχε ως αποτέλεσμα το "πάγωμα" όλων των τίτλων του λογαριασμού που αποτελεί το αντικείμενο της κατάσχεσης, και όχι μόνον εκείνων του ενδιαφερόμενου επενδυτή.

Η έλλειψη συνεκτικής προσέγγισης στα θέματα αυτά στο επίπεδο της ΕΕ επηρεάζει σοβαρά την αποτελεσματικότητα και την ασφάλεια της διασυννοριακής εκκαθάρισης-διακανονισμού. Η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στη ρύθμιση του θέματος αυτού, παρόλο που η υποβολή συγκεκριμένων προτάσεων θα απαιτήσει ένα ορισμένο χρονικό διάστημα.

Ένα άλλο θέμα που πρέπει επίσης να αντιμετωπιστεί αφορά τις αποκλίσεις μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών που διέπουν την **επεξεργασία των εταιρικών πράξεων**, όπως ιδίως οι διαφορές μεταξύ κρατών μελών όσον αφορά τον προσδιορισμό του χρόνου κατά τον οποίο ο αγοραστής θεωρείται ότι αποκτά την κυριότητα του τίτλου, π.χ. ενόψει της πληρωμής των μερισμάτων. Ανάλογα με το κράτος μέλος, η εθνική νομοθεσία μπορεί να προβλέπει ότι ο χρόνος αυτός είναι η ημερομηνία της συναλλαγής, η προβλεπόμενη ημερομηνία διακανονισμού ή η πραγματική ημερομηνία του διακανονισμού. Όπως επισημαίνεται στις δύο εκθέσεις Giannini, οι αποκλίσεις αυτές μπορούν να δυσχεράνουν τον κεντρικό διακανονισμό τίτλων και, για το λόγο αυτό, να αποτελέσουν εμπόδιο στην περαιτέρω ενοποίηση του τομέα. Ενδέχεται συνεπώς να καταστεί αναγκαία η εναρμόνιση των σχετικών κανόνων.

Τέλος, η Επιτροπή επιθυμεί να εξετάσει διεξοδικά το θέμα του **τόπου των τίτλων**. Θεωρήθηκε πράγματι από ορισμένους ότι οι περιορισμοί στην ικανότητα του εκδότη να επιλέξει τον τόπο στον οποίο βρίσκονται οι κινητές του αξίες αποτελεί πρόσθετο φραγμό στην ενοποίηση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων. Η πηγή αυτών των περιορισμών πρέπει να αναζητηθεί είτε στην εθνική νομοθεσία που συνδέει την εισαγωγή σε συγκεκριμένη αγορά μέσω του τοπικού κεντρικού αποθετηρίου αξιών, είτε στο εταιρικό δίκαιο. Η Επιτροπή προτίθεται να συνεχίσει την εξέταση του θέματος αυτού, συνεκτιμώντας ιδίως τις διαφορές μεταξύ των διαφόρων ειδών τίτλων, καθώς και τις συνέπειες αυτών των απαιτήσεων για το εταιρικό δίκαιο.

Λαμβάνοντας υπόψη τη σημασία αυτών των θεμάτων και τη σύσταση των εμπειρογνομόνων της Ομάδας Giannini, η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να αναληφθούν ειδικές πρωτοβουλίες για την επίλυση τους. Προτείνει τη δημιουργία ομάδας, αποτελούμενης από εμπειρογνώμονες από τον ακαδημαϊκό χώρο, από εκπροσώπους των δημόσιων αρχών και από νομικούς που ειδικεύονται στα θέματα αυτά. Η ομάδα αυτή θα αναλύσει σε βάθος τα θέματα, θα προτείνει λύσεις και θα ολοκληρώσει τις εργασίες της με την κατάρτιση νομοθετικών προτάσεων. Η σύνθεση της ομάδας θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις νομικές παραδόσεις των σημερινών και μελλοντικών κρατών μελών. Ωστόσο, μια κεντρική γραμματεία θα είναι επιφορτισμένη με την προώθηση του σχεδίου. Η ομάδα θα έχει επίσης επαφές με άλλα όργανα, όπως το

UNIDROIT²⁴, τα οποία έχουν ενδεχομένως αναλάβει παρόμοιες εργασίες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Λόγω της πολυπλοκότητας του θέματος και των στενών διασυνδέσεων του με τα εθνικά δίκαια της ιδιοκτησίας και των εταιρειών, η Επιτροπή εκτιμά ότι πρόκειται για μακροχρόνιο σχέδιο. Το ακριβές πεδίο των εργασιών αυτών θα οριστεί κατά τη σύσταση της ομάδας. Αναμένεται ωστόσο ότι θα καλύπτει θέματα όπως:

- η φύση των δικαιωμάτων του επενδυτή σε σχέση με τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμό διαμεσολαβητή·
- η μεταβίβαση αυτών των δικαιωμάτων·
- ο αμετάκλητο της μεταβίβασης με λογιστική εγγραφή·
- η ρύθμιση της κατάσχεσης σε ανώτερη βαθμίδα της αλυσίδας κατοχής του δικαιώματος·
- η προστασία του επενδυτή κατά της αφερεγγυότητας του διαμεσολαβητή·
- η απόκτηση αυτών των δικαιωμάτων από καλόπιστους τρίτους·
- οι διαφορές μεταξύ των κανόνων που διέπουν τη μεταβίβαση κυριότητας για τους σκοπούς των εταιρικών πράξεων, στο βαθμό που οι διαφορές αυτές αντικατοπτρίζονται στις εθνικές νομοθεσίες·
- η επιλογή του τύπου των τίτλων.

Για καθένα από τα θέματα αυτά, οι διαφορές μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών πρέπει να αξιολογηθούν και, εφόσον είναι αναγκαίο, να αποτελέσουν αντικείμενο πρότασης εναρμόνισης.

3.2 Φορολογικά θέματα

Τα κράτη μέλη έχουν συνάψει διμερείς συμφωνίες, δυνάμει των οποίων τόσο το κράτος από το οποίο προέρχεται το εισόδημα όσο και το κράτος της φορολογικής κατοικίας του δικαιούχου μπορούν να φορολογήσουν το εισόδημα από μια επένδυση. Η απαλλαγή από τη διπλή φορολόγηση είναι δυνατή με δύο τρόπους: είτε ένα κράτος απαλλάσσει πλήρως το εισόδημα από το φόρο (ασυνήθης πρακτική που περιορίζεται κυρίως στους ονομαζόμενους “άμεσους επενδυτές”, οι οποίοι κατέχουν ελάχιστη συμμετοχή 10%, για παράδειγμα), είτε το κράτος της κατοικίας χορηγεί πίστωση φόρου ίση με το ποσό που παρακρατήθηκε στην πηγή στο κράτος της παρακράτησης. Οι δύο αυτές λύσεις είναι γνωστές αντίστοιχα ως “μέθοδος της απαλλαγής” και “μέθοδος της πίστωσης φόρου”.

Ωστόσο, ο κανονικός φορολογικός συντελεστής στο κράτος της παρακράτησης στην πηγή μπορεί να είναι γενικά συγκρίσιμος με εκείνον που εφαρμόζεται στο κράτος της κατοικίας. Η χρησιμοποίηση της μεθόδου πίστωσης φόρου θα είχε ως αποτέλεσμα την καταβολή πολύ

²⁴ Το UNIDROIT (“International Institute for the Unification of Private Law” - Διεθνές Ινστιτούτο για την Ενοποίηση του Ιδιωτικού Δικαίου) είναι ανεξάρτητη διακυβερνητική οργάνωση που έχει ως σκοπό τη μελέτη των αναγκών και μεθόδων εκσυγχρονισμού, εναρμόνισης και συντονισμού των ιδιωτικού δικαίου, και ιδίως του εμπορικού, μεταξύ κρατών και ομάδων κρατών.

χαμηλού φόρου στο κράτος της κατοικίας, εφόσον ο φόρος που θα επέβαλλε το κράτος της παρακράτησης στην πηγή θα εξαντλούσε πλήρως (ή σχεδόν πλήρως) την φορολογική υποχρέωση. Ωστόσο, το κράτος της κατοικίας είναι εκείνο στο οποίο ο δικαιούχος θα επωφεληθεί κατά πάσα πιθανότητα περισσότερο από τις υπηρεσίες που χρηματοδοτούνται με το φόρο. Έτσι, οι διμερείς συμφωνίες προβλέπουν συνήθως τη μείωση του κανονικού συντελεστή της παρακράτησης στην πηγή ώστε να καταβάλλεται ορισμένο ποσό φόρου στο κράτος της κατοικίας.

Οι εκθέσεις Giovannini εντόπισαν ορισμένα πρακτικά προβλήματα που σχετίζονται με διαδικασίες που επιτρέπουν σε ορισμένους μόνο διαμεσολαβητές να εφαρμόζουν μειωμένους συντελεστές παρακράτησης στην πηγή. Ορισμένα ιδίως κράτη μέλη επιτρέπουν μόνο στα ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στο έδαφός τους να παρακρατούν το φόρο στην πηγή. Άλλα κράτη μέλη επιτρέπουν στους ξένους διαμεσολαβητές να εφαρμόζουν μειωμένους συντελεστές παρακράτησης, αλλά μόνο υπό τον όρο ότι θα διορίσουν τοπικό φορολογικό αντιπρόσωπο. Οι εκθέσεις Giovannini επισημαίνουν ότι η κατάσταση αυτή εμποδίζει στην πράξη ένα διαμεσολαβητή να ασκεί διασυνοριακές δραστηριότητες ή να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες διαμεσολάβησης ενός συστήματος διακανονισμού τίτλων, περιορίζοντας έτσι σημαντικά τον ανταγωνισμό στο διασυνοριακό διακανονισμό. Συνεπώς, οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν τον αποτελεσματικότερο τρόπο διασυνοριακής δραστηριοποίησης, με αποτέλεσμα την αύξηση της αναποτελεσματικότητας του συνόλου της διαδικασίας.

Επιπλέον, υπάρχουν διαφορές στις διαδικασίες που χρησιμοποιούν τα κράτη μέλη για την είσπραξη της παρακράτησης στην πηγή ή για την απαλλαγή από αυτήν. Ακόμα και σε περίπτωση πλήρους ή μερικής απαλλαγής, οι επιλέξιμοι επενδυτές μπορούν να υποχρεωθούν να καταβάλλουν πρώτα το φόρο και να ζητήσουν στη συνέχεια την επιστροφή του. Οι διαδικασίες που εφαρμόζονται στην επιστροφή του παρακρατηθέντος στην πηγή φόρου μπορούν να είναι πολύ πολύπλοκες και, επιπλέον, να ποικίλλουν σημαντικά μεταξύ κρατών μελών. Αυτές οι πολυπλοκότητες και διαφορές αυξάνουν αισθητά το κόστος του διασυνοριακού διακανονισμού.

Οι επιπτώσεις των φραγμών αυτών στην αποτελεσματικότητα του διασυνοριακού διακανονισμού αποτέλεσαν αντικείμενο συζητήσεων κατά τη διαβούλευση στο πλαίσιο της πρώτης ανακοίνωσης της Επιτροπής για την *εκκαθάριση και το συμψηφισμό*. Πράγματι, ορισμένοι έκριναν ότι, παρόλο που μια ουσιαστική φορολογική εναρμόνιση δεν είναι αναγκαία στο παρόν στάδιο, η εναρμόνιση των διαφόρων διαδικασιών φορολογικής επεξεργασίας πρέπει να συνεχιστεί, εξασφαλίζοντας παράλληλα την ίση μεταχείριση των εγχώριων και ξένων επενδυτών.

Η Επιτροπή διαπιστώνει μια αυξανόμενη τάση για εγκατάλειψη των παρακρατήσεων στην πηγή προς όφελος της ανταλλαγής πληροφοριών, η οποία επιτρέπει στις φορολογικές αρχές να συγκεντρώσουν τις αναγκαίες πληροφορίες για την κατάλληλη φορολόγηση του κατάλληλου προσώπου. Η ανταλλαγή πληροφοριών σε μια όσο το δυνατόν ευρύτερη βάση είναι η αρχή στην οποία βασίζεται η οδηγία 2003/48/EK για τη φορολόγηση των υπό μορφή τόκων εισοδημάτων από διασυνοριακές αποταμιεύσεις²⁵. Επιπλέον, υπάρχει πλέον μια οδηγία για την αμοιβαία συνδρομή για την είσπραξη απαιτήσεων²⁶, δυνάμει της οποίας οι αρμόδιες

²⁵ Οδηγία 2003/48/EK του Συμβουλίου της 3ης Ιουνίου 2003 για τη φορολόγηση των υπό μορφή τόκων εισοδημάτων από αποταμιεύσεις, ΕΕ L 157 της 26.06.2003, σ. 38.

²⁶ Οδηγία 2001/44/EK του Συμβουλίου της 15ης Ιουνίου 2001 που τροποποιεί την οδηγία 76/308/ΕΟΚ για την αμοιβαία συνδρομή για την είσπραξη απαιτήσεων που προκύπτουν από ενέργειες οι οποίες αποτελούν μέρος του συστήματος χρηματοδοτήσεως του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου

αρχές κράτους μέλους αρχές μπορούν να παρέχουν συνδρομή στις αρχές άλλου κράτους μέλους για την είσπραξη τόσο άμεσων όσο και έμμεσων φόρων που οφείλονται στο πρώτο κράτος από φορολογούμενο που είναι εγκατεστημένος στο δεύτερο κράτος μέλος. Επιπλέον, η αρχική οδηγία για την αμοιβαία συνδρομή²⁷ αναθεωρείται προκειμένου να ενισχυθεί ακόμα περισσότερο. Συνεπώς, τα κράτη μέλη θα έχουν περισσότερες δυνατότητες να ελέγχουν τους φορολογούμενους τους που είναι εγκατεστημένοι εκτός της εθνικής επικράτειας.

Λαμβανομένου υπόψη του νέου αυτού πλαισίου, φαίνεται σκόπιμο να διερευνηθούν οι συμπληρωματικές δυνατότητες που είναι σήμερα διαθέσιμες προκειμένου να διαπιστωθεί εάν μπορούν να γίνουν αλλαγές σε ορισμένους από τους υφιστάμενους κανόνες προκειμένου να απλουστευθεί το περιβάλλον των επιχειρήσεων, διασφαλίζοντας ταυτόχρονα τα δικαιώματα των κρατών μελών σε θέματα είσπραξης φόρων.

Η Ομάδα Giovannini επεσήμανε επίσης ότι η λειτουργική ενσωμάτωση του συστήματος είσπραξης των φόρων επί των συναλλαγών στα υφιστάμενα συστήματα διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ αποτελούσε ένα ακόμα φορολογικό εμπόδιο. Οι εκθέσεις της ομάδας υποδηλώνουν ότι η χρησιμοποίηση διαφορετικού συστήματος διακανονισμού τίτλων θα συνεπαγόταν ενδεχομένως την πληρωμή υψηλότερων φόρων. Εάν αυτό συμβαίνει πραγματικά, τα άλλα συστήματα διακανονισμού τίτλων δεν θα είχαν εκ των πραγμάτων καμία δυνατότητα να προσφέρουν υπηρεσίες διαμεσολάβησης για το διασυνοριακό διακανονισμό, περιορίζοντας έτσι την αποτελεσματικότητα του συστήματος. Οι εμπειρογνώμονες της Ομάδας Giovannini κάλεσαν τις δημόσιες αρχές να εξετάσουν το πρόβλημα και να προτείνουν κατάλληλες λύσεις.

Η Επιτροπή προτείνει τη δημιουργία ομάδας εμπειρογνομόνων για την εξέταση σε βάθος των φορολογικών φραγμών οι οποίοι, σύμφωνα με τις διαπιστώσεις της Ομάδας Giovannini και την άποψη των ενδιαφερομένων που υπέβαλαν παρατηρήσεις στο πλαίσιο της πρώτης ανακοίνωσης της Επιτροπής για την εκκαθάριση και το συμψηφισμό, εμποδίζουν τον αποτελεσματικό διασυνοριακό διακανονισμό. Η ομάδα εμπειρογνομόνων θα συνεχίσει την ανάλυση αυτών των θεμάτων και θα υποβάλει έκθεση για τη σημασία τους και για την ύπαρξη εναλλακτικών τρόπων για να εξασφαλιστούν στα κράτη μέλη τα φορολογικά έσοδα που τους αναλογούν, επιτρέποντας παράλληλα σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ευρωπαϊκή Ένωση να ανταγωνίζονται με ίσους όρους μεταξύ τους.

Η ομάδα εμπειρογνομόνων θα είναι επίσης επιφορτισμένη με την εκπόνηση μελέτης για τις διάφορες διαδικασίες που εφαρμόζονται στα κράτη μέλη, προκειμένου να διαπιστωθεί εάν υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω ευθυγράμμισής τους με τρόπο που να καταργεί ή να μειώνει αισθητά την πολλαπλότητα των κανόνων, η οποία, μεταξύ άλλων, αυξάνει το κόστος του διασυνοριακού διακανονισμού.

Η Επιτροπή θα εξετάσει τα συμπεράσματα της ομάδας εμπειρογνομόνων και θα τα χρησιμοποιήσει ως βάση για τις συζητήσεις με τις φορολογικές αρχές των κρατών μελών, σύμφωνα με την καθιερωμένη στα φορολογικά θέματα πολιτική της προηγούμενης διαβούλευσης. Εάν θεωρηθεί σκόπιμο να ληφθούν μέτρα σε κοινοτικό επίπεδο, η Επιτροπή θα υποβάλει κατάλληλες προτάσεις.

Προσανατολισμού και Εγγυήσεων, καθώς και από γεωργικές εισφορές και τελωνειακούς δασμούς και από το φόρο προστιθέμενης αξίας και ορισμένους ειδικούς φόρους κατανάλωσης, ΕΕ L 175 της 28.06.2001, σ. 0017.

²⁷ Οδηγία 77/799/ΕΚ του Συμβουλίου της 19ης Δεκεμβρίου 1977 για την αμοιβαία συνδρομή των αρμοδίων αρχών των κρατών μελών στον τομέα των αμέσων φόρων, ΕΕ L 336 της 27.12.1977, σ. 15.

4. Πολιτική ανταγωνισμού

Η συνεπής εφαρμογή της πολιτικής ανταγωνισμού αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της συνολικής προσέγγισης της Επιτροπής στα θέματα που σχετίζονται με την *εκκαθάριση και το συμψηφισμό*. Τα μέτρα για την απελευθέρωση και την ενοποίηση των υφιστάμενων συστημάτων και εκείνα για την εφαρμογή της πολιτικής ανταγωνισμού είναι συμπληρωματικά μεταξύ τους και αποσκοπούν όλα στη δημιουργία αποτελεσματικών συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων στην ΕΕ.

Στην πραγματικότητα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας, περιλαμβανομένων όλων των δραστηριοτήτων για την ολοκλήρωση των συναλλαγών, υπόκειται στους ίδιους κανόνες ανταγωνισμού όπως όλοι οι άλλοι τομείς. Η Επιτροπή συνεργάζεται στενά με τις εθνικές αρχές ανταγωνισμού στις περιπτώσεις στις οποίες πρέπει να εκτιμηθούν τόσο εγχώρια όσο και διασυνοριακά θέματα, όπως ιδίως οι περιπτώσεις που αφορούν ενδεχόμενες διακρίσεις μεταξύ εγχώριων και ξένων συμμετεχόντων ως προς τις δυνατότητες πρόσβασης. Επιπλέον, η εφαρμογή, από το Μάιο του 2004, του κανονισμού του Συμβουλίου αριθ. 1/2003²⁸ θα ενισχύσει ακόμα περισσότερο τη συνεργασία μεταξύ των αρχών ανταγωνισμού των κρατών μελών και της Επιτροπής για την εφαρμογή των κανόνων ανταγωνισμού. Αυτό θα επιτρέψει μια αποτελεσματικότερη και πιο συνεπή εφαρμογή των άρθρων 81 και 82 της Συνθήκης ΕΚ και θα συμβάλει στην προώθηση του ανταγωνισμού στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Παράλληλα με την επέκταση του πεδίου των δραστηριοτήτων των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, πραγματοποιήθηκαν πρόσφατα ορισμένες διασυνοριακές συγκεντρώσεις μεταξύ παρόμοιων συστημάτων, αντίθετα με την παραδοσιακή στον τομέα αυτό τάση για συγκεντρώσεις στο εσωτερικό των εθνικών συνόρων. Παρατηρήθηκαν έτσι συγχωνεύσεις εθνικών υποδομών (π.χ. κεντρικά αποθετήρια αξιών) με εταιρείες με πραγματικά διασυνοριακή διάσταση (π.χ. διεθνή κεντρικά αποθετήρια τίτλων).

Ενώ η Επιτροπή δεν λαμβάνει θέση στα ζητήματα κάθετης ή οριζόντιας συγκέντρωσης, ούτε σε εκείνα που αφορούν την επιλογή μεταξύ πολλαπλών υποδομών ή ενιαίας υποδομής, ή την επιθυμητή μετοχική σύνθεση. Αντίθετα, όπως σε κάθε τομέα οικονομικής δραστηριότητας, παρεμβαίνει εάν η συγκέντρωση μπορεί δυνητικά να οδηγήσει στη δημιουργία ή την ενίσχυση δεσπόζουσας θέσης στην αγορά. Έως σήμερα, οι περισσότερες συγχωνεύσεις στον τομέα αυτό δεν υπερέβησαν τα όρια που προβλέπονται από τον κανονισμό 4064/89/ΕΟΚ²⁹ του Συμβουλίου (“κανονισμός για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων”) και συνεπώς δεν κοινοποιήθηκαν στις αρχές ανταγωνισμού της ΕΕ.

Η Επιτροπή θα συνεχίσει να παρακολουθεί προσεκτικά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές στον τομέα αυτό. Επιπλέον, εάν κατέχουν δεσπόζουσες θέσεις, τόσο οι υφιστάμενες όσο οι προκύπτουσες από τις συγκεντρώσεις οντότητες πρέπει να συμμορφώνονται με τις υποχρεώσεις που τούς επιβάλλει το άρθρο 82 της Συνθήκης. Εξάλλου, οι συμφωνίες μεταξύ παρόχων υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού θα ελέγχονται βάσει των διατάξεων του άρθρου 81 της Συνθήκης.

Παράλληλα με την επιτάχυνση της συγκέντρωσης των συστημάτων, αυξάνονται επίσης και τα δικαιώματα και οι ευθύνες των αγοραστών και των παρόχων υπηρεσιών στον τομέα αυτό. Πρέπει ιδίως να αναφερθούν ορισμένα συγκεκριμένα θέματα, τα οποία δεν εξαντλούν βέβαια

²⁸ Κανονισμός 1/2003/ΕΚ του Συμβουλίου της 16ης Δεκεμβρίου 2002, ΕΕ L 1 της 4.1. 2003, σ. 1.

²⁹ Κανονισμός 4064/89/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 21ης Δεκεμβρίου 1989, ΕΕ L 395 της 30.12.1989, σ. 1.

τις ανησυχίες σχετικά με τον ανταγωνισμό ή τις δυνητικές καταστάσεις που μπορούν να ανακύψουν στο μέλλον.

Παροχή υπηρεσιών και πρόσβαση χωρίς διακρίσεις: στο σημερινό πλαίσιο λειτουργίας του τομέα, δίδεται ιδιαίτερη προσοχή στην τήρηση των κανόνων ανταγωνισμού όταν συμφωνίες ή εναρμονισμένες πρακτικές μεταξύ εταιρειών, ή η εκμετάλλευση από μια εταιρεία της δεσπόζουσας θέσης της, περιορίζουν τον ανταγωνισμό σε συγκεκριμένη αγορά. Στην εκτίμησή της, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη τις οικονομικές συνθήκες και το αποτέλεσμα που μπορούν να έχουν οι πρακτικές αυτές όσον αφορά την αύξηση ή μείωση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνισμού.

Τιμολόγηση: η αποστολή της Επιτροπής δεν είναι να ρυθμίζει τις τιμές. Οι τιμές πρέπει να διαμορφώνονται από την αγορά, εντός όμως ορισμένων ορίων. Ειδικότερα, μια επιχείρηση που κατέχει δεσπόζουσα θέση υποχρεούται, βάσει του άρθρου 82 της Συνθήκης ΕΚ, να μην επιβάλλει άμεσα ή έμμεσα “μη δίκαιες τιμές αγοράς ή πώλησης ή άλλους όρους συναλλαγής”³⁰, και να μην εφαρμόζει “άνισους όρους επί ισοδύναμων παροχών έναντι των εμπορικώς συναλλασσομένων, με αποτέλεσμα να περιέρχονται αυτοί σε μειονεκτική θέση στον ανταγωνισμό”³¹.

Αποκλειστικές συμφωνίες: ο όρος “αποκλειστικές συμφωνίες” καλύπτει μια σειρά διαφορετικών νομικών καταστάσεων. Μπορεί να εννοηθεί ότι περιλαμβάνει τις νομοθετικές πράξεις και την αυτορρύθμιση, καθώς και τις τομεακές συμφωνίες. Οι αποκλειστικές συμφωνίες δεν απαγορεύονται, αυτές καθαυτές, από τους κανόνες ανταγωνισμού. Ωστόσο, μπορούν να υπόκεινται στην εφαρμογή των άρθρων 81, 82 και 86 της Συνθήκης ΕΚ, ιδίως εάν αφορούν αναπτυσσόμενες διασυνοριακές υπηρεσίες. Στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού, οι συμφωνίες αυτές μπορούν για παράδειγμα να περιλαμβάνουν την υποχρέωση εκκαθάρισης και διακανονισμού μόνο σε συγκεκριμένη υποδομή, την αποκλειστική χρησιμοποίηση συνδεδεμένου κεντρικού αντισυμβαλλομένου κλπ. Αντίθετα, οι μη αποκλειστικές συμφωνίες για τη χρήση συγκεκριμένης υποδομής αντικατοπτρίζουν απλώς το δικαίωμα μιας αγοράς να επιλέγει τις υπηρεσίες ενός κεντρικού αντισυμβαλλομένου ή ενός συστήματος διακανονισμού τίτλων και συνεπώς δεν δημιουργούν ιδιαίτερα προβλήματα. Εάν οι εταιρείες που μπορούν να αποκτήσουν δεσπόζουσα θέση, είτε δυνάμει μέτρων που λαμβάνει το κράτος είτε με πράξεις συγκέντρωσης, επωφελούνται από παρόμοιες συμφωνίες, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στη συμμόρφωση με το άρθρο 82 της συνθήκης.

Η Επιτροπή παρακολουθεί προσεκτικά τις εξελίξεις στον τομέα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού. Από την πλευρά τους, οι πάροχοι υπηρεσιών θα πρέπει να είναι διορατικοί ως προς τις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησής τους και να αναζητούν τρόπους που θα τους επιτρέψουν να αποφύγουν έγκαιρα κάθε ενδεχόμενο πρόβλημα ανταγωνισμού.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα ανακοίνωση παρουσιάζει τους κυριότερους στόχους που έλαβε υπόψη η Επιτροπή στις προτάσεις της για τη μελλοντική της δράση στο επίπεδο της ΕΕ. Περιλαμβάνει το πρόγραμμα των διαφόρων πρωτοβουλιών που πρέπει να αναληφθούν για τη δημιουργία ενοποιημένου, ασφαλούς και αποτελεσματικού περιβάλλοντος για την εκκαθάριση και το διακανονισμό στην ΕΕ.

³⁰ Άρθρο 82, σημείο α).

³¹ Άρθρο 82 σημείο γ).

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, η Επιτροπή των Περιφερειών, οι εθνικές ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, οι άλλες ευρωπαϊκές και εθνικές οργανώσεις και ομοσπονδίες, οι φορείς των αγορών, οι θεσμικοί επενδυτές, οι πάροχοι υποδομών και όλοι οι άλλοι ενδιαφερόμενοι για οποιαδήποτε πτυχή της παρούσας ανακοίνωσης καλούνται να υποβάλλουν τις παρατηρήσεις τους πριν από τις 30 Ιουλίου 2004, στην ακόλουθη διεύθυνση: DG MARKET G1, European Commission, B-1049 Brussels (διεύθυνση ηλεκτρονικού ταχυδρομείου <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

Η Επιτροπή καλεί επίσης το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο να εγκρίνουν την προσέγγιση που παρουσιάζεται στην παρούσα ανακοίνωση.

Παράρτημα 1

Φραγμοί Giovannini
Ποικιλία πλατφορμών / διεπαφών πληροφορικής
Περιορισμοί ως προς τον τόπο της εκκαθάρισης ή του διακανονισμού
Εθνικές διαφορές στους κανόνες που διέπουν τις εταιρικές πράξεις
Διαφορές στη διαθεσιμότητα / στις ώρες ενδοημερήσιου διακανονισμού
Φραγμοί στην εξ αποστάσεως πρόσβαση
Εθνικές διαφορές στις περιόδους διακανονισμού
Εθνικές διαφορές στις ώρες λειτουργίας / στις προθεσμίες διακανονισμού
Εθνικές διαφορές στις πρακτικές έκδοσης τίτλων
Περιορισμοί ως προς τον τόπο των τίτλων
Περιορισμοί στη δραστηριότητα των βασικών διαπραγματευτών αγοράς και των ειδικών διαπραγματευτών
Διαδικασίες παρακράτησης στην πηγή που θέτουν σε μειονεκτική θέση τους ξένους διαμεσολαβητές
Λειτουργία είσπραξης φόρων ενσωματωμένη στο σύστημα διακανονισμού τίτλων
Εθνικές διαφορές στη νομική αντιμετώπιση των τίτλων
Εθνικές διαφορές στη νομική αντιμετώπιση του διμερούς συμψηφισμού
Άνιση εφαρμογή των κανόνων περί σύγκρουσης δικαίων

Παράρτημα 2: ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ

Κεντρικός αντισυμβαλλόμενος : οντότητα που ασκεί τη λειτουργία της *εκκαθάρισης*.

Λειτουργία εκκαθάρισης: οι δραστηριότητες που έχουν ως αποτέλεσμα την εξασφάλιση των αντισυμβαλλομένων έναντι του κινδύνου κόστους αντικατάστασης.

Πάροχοι υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού: τα συστήματα διακανονισμού τίτλων, οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι, οι θεματοφύλακες και τα εκκαθαριστικά μέλη.

Εκκαθαριστικό μέλος: διαμεσολαβητής στην παροχή υπηρεσιών *εκκαθάρισης*.

Θεματοφύλακας: διαμεσολαβητής στην παροχή υπηρεσιών *διακανονισμού*.

Ιδιότητα διαμεσολαβητή: η παροχή άμεσης ή έμμεσης πρόσβασης στο σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης ή τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο με τον οποίο μια αγορά έχει συνάψει συμφωνίες εκκαθάρισης.

Σύστημα διακανονισμού τίτλων-επενδυτής: ένα σύστημα διακανονισμού τίτλων που ενεργεί με την ιδιότητα του διαμεσολαβητή.

Σύστημα διακανονισμού τίτλων-εκδότης: το σύστημα διακανονισμού τίτλων στο οποίο είναι ακινητοποιημένοι ή τηρούνται σε άυλη μορφή οι τίτλοι.

Αγορές: οι ρυθμιζόμενες αγορές και οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης, όπως ορίζονται στην οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Κόστος αντικατάστασης: η δυνητική ζημία σε περίπτωση μη τήρησης των υποχρεώσεων ενός αντισυμβαλλομένου σε μια συναλλαγή.

Σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων: το σύνολο των θεσμικών μηχανισμών που απαιτούνται για την οριστικοποίηση μιας συναλλαγής σε τίτλους.

Σύστημα διακανονισμού τίτλων: σύνολο των οντοτήτων, και ιδίως τα κεντρικά αποθετήρια αξιών, που εκτελούν τις λειτουργίες του προ-διακανονισμού, του διακανονισμού και της φύλαξης, εκτός από τους θεματοφύλακες.

TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System): Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων σε Συνεχή Χρόνο· αποτελείται από τα εθνικά Συστήματα Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο (ΣΔΣΧ) των χωρών της ΕΕ που έχουν υιοθετήσει το ευρώ και από το μηχανισμό πληρωμών της ΕΚΤ.