



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 28.4.2004
COM(2004) 312 definitief

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN DE RAAD EN HET EUROPEES
PARLEMENT**

Clearing en afwikkeling in de Europese Unie – Een strategie voor de toekomst

INHOUDSOPGAVE

Inleiding

Huidige situatie

1. **Clearing- en afwikkelingsregelingen**
2. **In de verslagen van de groep Giovannini aangegeven belemmeringen**
3. **Ontbreken van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader**
4. **Ongelijke concurrentieverhoudingen**

Doelstellingen van de Commissie

Concrete initiatieven van de Commissie

1. **Het opzetten van de "adviserende en toezichthoudende groep inzake clearing en afwikkeling"**
2. **Een kaderrichtlijn voor efficiënte en veilige clearing en afwikkeling in heel Europa**
 - 2.1 Toegangs- en keuzerecht
 - 2.2 Gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader
 - 2.3 Governance
3. **Aanpakken van juridische en belastingverschillen**
 - 3.1 Het bieden van rechtszekerheid
 - 3.2 Belastingvraagstukken
4. **Mededingingsbeleid**

Conclusies

INLEIDING

De totstandbrenging van een geïntegreerde en efficiënte Europese kapitaalmarkt is een van de belangrijkste en meest ambitieuze economische projecten waaraan momenteel in de Europese Unie wordt gewerkt. Sinds de start van het Actieplan voor financiële diensten in 1999 zijn reeds aanzienlijke vorderingen gemaakt bij de verwezenlijking van dit project, zowel wat de aanneming van wetgevingsmaatregelen als wat de marktintegratie betreft.

Een cruciaal onderdeel van dit actieplan is het waarborgen van de veiligheid en doeltreffendheid van de regelingen voor de definitieve afhandeling van effectentransacties ("clearing en afwikkeling"). Deze regelingen, die grotendeels onzichtbaar blijven voor de kleine belegger, vormen de kern van alle effectenmarkten en zijn onontbeerlijk voor de goede werking ervan.

Hoewel de aan de desbetreffende processen en mechanismen ten grondslag liggende concepten vrij eenvoudig zijn, zijn de mechanismen zelf zeer moeilijk tot stand te brengen en te beheren, vooral in een grensoverschrijdende context. In de EU zijn de strikt binnenlandse clearing- en afwikkelingsactiviteiten vrij kosteneffectief en veilig. De grensoverschrijdende regelingen daarentegen zijn complex en versnipperd, hetgeen resulteert in veel hogere kosten, risico's en inefficiënties. Zonder efficiënte clearing- en afwikkelingsregelingen zal het vermogen en de bereidheid van marktdeelnemers om EU-effecten te verhandelen, niet optimaal zijn, zal de liquiditeit van de financiële markten nadelig worden beïnvloed en zullen de kapitaalkosten hoger liggen dan nodig is.

Tegen deze achtergrond dringt vooral de markt aan op een veel grotere pan-Europese efficiëntie. De invoering van de euro en de verbeteringen in de informatietechnologie hebben bijgedragen tot een toename van het aantal en de relatieve omvang van grensoverschrijdende transacties. Dit heeft tot gevolg dat grensoverschrijdende clearing- en afwikkelingsregelingen onder steeds grotere druk komen te staan en dat aan deze regelingen alsmaar hogere eisen worden gesteld. De verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten trachten dan ook op eigen kracht of via fusies en allianties hun prestaties te verbeteren, de kosten te verminderen en een pan-Europese dimensie te verwerven, wat tot een grote herstructureringsactiviteit begint te leiden. Tegelijkertijd ondernemen de regelgevers en toezichthouders stappen om de op systemen voor effectenclearing en –afwikkeling toepasselijke normen te verduidelijken en homogener te maken, hun toezichtmethoden te actualiseren om op de uit de marktontwikkelingen voortvloeiende uitdagingen in te spelen en de veiligheid te vergroten.

In deze mededeling zet de Commissie uiteen welke acties zij van plan is te ondernemen om tot betere clearing- en afwikkelingsregelingen te komen. De benadering die zij daarbij wil volgen, is ingegeven door de volgende overwegingen:

- het is de bedoeling een efficiënte, geïntegreerde en veilige markt voor effectenclearing en -afwikkeling tot stand te brengen;
- de integratie van de systemen voor effectenclearing en –afwikkeling vereist een gezamenlijk optreden van markt en overheid. Tegen deze achtergrond zal de Commissie ernaar streven de coördinatie tussen particuliere organisaties, toezichthouders en wetgevers te bevorderen teneinde op een zo efficiënt mogelijke wijze het gewenste resultaat te bereiken;

- in een geïntegreerde omgeving zonder belemmeringen moeten de infrastructuurverschaffers en de gebruikers van de betrokken diensten toegang hebben tot en kunnen kiezen voor hun vertrouwde clearing- en afwikkelingssysteem, waaraan volgens adequate procedures vergunning is verleend, waarop een deugdelijk toezicht wordt uitgeoefend en dat met volledige inachtneming van de EU-mededingingsregels opereert. Om een dergelijke geliberaliseerde omgeving tot stand te brengen en de wederzijdse erkenning van de systemen te waarborgen, is een regelgevend optreden op EU-niveau vereist in de vorm van de aanneming van een kaderrichtlijn;
- bij de uitoefening van haar bevoegdheden zal de Commissie de in het EU-Verdrag verankerde beginselen inzake subsidiariteit en evenredigheid in acht nemen en tevens rekening houden met de uiteenlopende marktstructuren in de verschillende lidstaten;
- de rechtsgrondslag van de clearing- en afwikkelingsactiviteiten in de EU dient helder, betrouwbaar en samenhangend te zijn;
- de verdere concentratie van de clearing- en afwikkelingsactiviteiten in de EU dient vooral een marktgedreven proces te zijn, waarbij evenwel ook met de rechtmatige doelstellingen van algemeen belang rekening moet worden gehouden.

Tegen uiterlijk 30 juli 2004 worden door de Commissie opmerkingen over alle aspecten van deze mededeling ingewacht van het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité, het Comité van de Regio's, de nationale regelgevende en toezichthoudende autoriteiten, andere communautaire en nationale organisaties en verenigingen, marktdeelnemers, institutionele beleggers, infrastructuurverschaffers en alle overige belanghebbenden.

In de loop van 2005 zal de Commissie dan een definitieve beslissing nemen ten aanzien van de aanpak die zal worden gevolgd en de eventuele maatregelen die dienen te worden genomen.

HUIDIGE SITUATIE

1. Clearing- en afwikkelingsregelingen

In deze mededeling worden onder "*clearing en afwikkeling*" alle regelingen verstaan die nodig zijn voor de definitieve afhandeling van een effecten- of derivatentransactie¹. Deze regelingen bestrijken een uitgebreid scala aan instellingen, instrumenten, regels, procedures, normen en technische hulpmiddelen.

De clearing- en afwikkelingsfuncties zijn hoofdzakelijk toevertrouwd aan instellingen zoals centrale effectenbewaarinstellingen en centrale tegenpartijen. Eerstgenoemde instellingen vervullen vooral taken die verband houden met de *afwikkeling* en *bewaarneming* van effecten, terwijl laatstgenoemde instellingen gewoonlijk de taken vervullen die met de *clearing* te maken hebben. Centrale effectenbewaarinstellingen en centrale tegenpartijen komen gewoonlijk niet rechtstreeks in contact met kleine beleggers. Deze instellingen zijn toegankelijk via andere entiteiten (namelijk bewaarnemers en clearingleden) die in het clearing- en afwikkelingsproces als intermediairs optreden. Het kan evenwel voorkomen dat

¹ Tenzij anders is aangegeven, worden met de term "transacties" zowel effecten- als derivatentransacties bedoeld.

sommige intermediairs geen directe toegang tot deze instellingen wensen en in plaats daarvan een beroep doen op andere intermediairs. Dit heeft tot gevolg dat een intermediatiestructuur met meerdere lagen mogelijk is.

Het geheel van de institutionele regelingen die nodig zijn om een effectentransactie definitief af te handelen, kan kortweg een systeem voor effectenclearing en –afwikkeling worden genoemd. Binnen dit algemene kader kan verder onderscheid worden gemaakt tussen effectenafwikkelingssystemen, centrale tegenpartijen, bewaarnemers en clearingleden. Onder effectenafwikkelingssystemen vallen alle instellingen die pre-settlement-, afwikkelings- en bewaarnemingsfuncties verrichten. Centrale tegenpartijen kunnen worden omschreven als instellingen die de *clearing*functie vervullen. In deze mededeling wordt onder de *clearing*functie het volgende verstaan: de activiteiten die ertoe leiden dat bescherming wordt geboden tegen potentiële verliezen die kunnen voortvloeien uit het in gebreke blijven van een tegenpartij bij een transactie ("vervangingskostenrisico"). Bewaarnemers verrichten bemiddelingsdiensten in het kader van het *afwikkelings*proces, terwijl clearingleden bemiddelingsdiensten in het kader van het *clearing*proces verlenen.

Met *clearing* wordt gewoonlijk vooral de berekening van de wederzijdse bruto- of nettoverplichtingen tot uitwisseling van effecten en contanten bedoeld, voordat tot de eigenlijke afwikkeling wordt overgegaan. Dit proces kan ook verrekening met novatie omvatten, hetgeen tot gevolg heeft dat de tegenpartijen tegen het vervangingskostenrisico ingedekt zijn. Aangezien deze beide soorten activiteiten een verschillend risicoprofiel hebben, worden eerstgenoemde activiteiten (de loutere berekening van de wederzijdse verplichtingen) in deze mededeling als onderdeel van het pre-settlementproces beschouwd, terwijl laatstgenoemde activiteiten (namelijk die welke tot gevolg hebben dat de tegenpartijen tegen het vervangingskostenrisico zijn ingedekt) als *clearing* worden aangemerkt. *Afwikkeling* daarentegen is de definitieve overdracht van de effecten door de verkoper aan de koper en van de contanten door de koper aan de verkoper.

Voor de afwikkeling van grensoverschrijdende transacties worden de volgende mogelijkheden geboden:

- 1) directe toegang op afstand tot het buitenlandse effectenafwikkelingssysteem;
- 2) beroep op een bewaarnemer (gewoonlijk via een lokale deelnemer) die directe of indirecte toegang heeft tot het buitenlandse effectenafwikkelingssysteem;
- 3) beroep op een centrale effectenbewaarinstelling of een internationale centrale effectenbewaarinstelling² die optreedt als intermediair en directe of indirecte toegang heeft tot het buitenlandse effectenafwikkelingssysteem.

In een grensoverschrijdende context kunnen effectenafwikkelingssystemen aan deelnemers op afstand directe diensten aanbieden die betrekking hebben op effecten waarvoor deze systemen het eindpunt van het afwikkelingsproces vormen (de bovenbeschreven mogelijkheid 1). Zoals gezegd handelen bewaarnemers gewoonlijk als intermediair voor afwikkelingsactiviteiten. Ook bij de grensoverschrijdende afwikkeling handelen zij in deze hoedanigheid (mogelijkheid 2). Ook effectenafwikkelingssystemen kunnen als intermediair optreden, d.w.z. als "belegger-effectenafwikkelingssysteem", met betrekking tot effecten waarvoor een ander

² Internationale centrale effectenbewaarinstellingen zijn effectenafwikkelingssystemen voor euro-obligaties. Er zijn slechts twee voorbeelden van internationale centrale effectenbewaarinstellingen, namelijk Euroclear Bank en Clearstream Banking Luxembourg.

effectenafwikkelingssysteem, namelijk het "emittent-effectenafwikkelingssysteem", als uiteindelijke bewaarnemer optreedt (mogelijkheid 3).

Uit dit alles volgt dat althans de mogelijkheid bestaat dat in de hoedanigheid van intermediair optredende effectenafwikkelingssystemen en bewaarnemers met elkaar in concurrentie treden bij het verrichten van grensoverschrijdende afwikkelingsdiensten. Het feit dat een "emittent-effectenafwikkelingssysteem" over de mogelijkheid beschikt om directe toegang op afstand te bieden, houdt in dat het een potentiële concurrent kan zijn van "beleggers-effectenafwikkelingssystemen" en bewaarnemers bij het verrichten van grensoverschrijdende afwikkelingsdiensten³.

De algemeen heersende opvatting is dat de huidige regelingen voor de definitieve afhandeling van transacties in de EU efficiënt zijn op nationaal niveau maar zeer inefficiënt op grensoverschrijdend niveau. Historisch gezien hebben de systemen voor effectenclearing en -afwikkeling in de EU zich immers in een strikt nationale context ontwikkeld, daar de grensoverschrijdende handelsactiviteiten in het verleden zeer beperkt waren. In het licht van de grote schaal- en synergievoordelen waardoor effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen worden gekenmerkt, hebben de nationale systemen evenwel een concentratieproces doorgemaakt dat heeft geleid tot het ontstaan van monopolisten of quasi-monopolisten die binnen een eenvormig technisch, prudentieel en wettelijk kader opereren.

Het feit dat de grensoverschrijdende regelingen in de EU zo inefficiënt zijn, is te wijten aan het ontbreken van algemene technische normen, het naast elkaar bestaan van verschillende marktpraktijken en de inconsistentie van de fiscale, juridische en prudentiële grondslagen. Dit alles heeft tot gevolg dat grensoverschrijdende *clearing en afwikkeling* op EU-niveau duurder en complexer is dan op strikt nationaal niveau en bovendien potentieel minder veilig is. Deze gefragmenteerde marktstructuur is niet langer aanvaardbaar nu beleggingsstrategieën steeds meer op pan-Europese sectorale overwegingen zijn gebaseerd en een eengemaakte Europese financiële markt in de maak is.

In zijn resolutie van januari 2003⁴ heeft het Europees Parlement erop gewezen dat de bestaande clearing- en afwikkelingsregelingen geen efficiënte verwerking van grensoverschrijdende transacties mogelijk maken en dat de voordelen van een interne markt voor financiële diensten daardoor niet ten volle kunnen worden benut. Het Parlement merkte op dat het gezien de huidige marktsituatie van essentieel belang is dat een voorstel voor een richtlijn wordt opgesteld. Het stelde voor dat centrale effectenbewaarinstituten zich tot het nemen van operationele risico's beperken en dat er in een functiescheiding wordt voorzien wanneer dergelijke instellingen toegevoegde-waardediensten leveren. Het Parlement heeft de Commissie tevens verzocht het VS-model van één enkel clearing-, afwikkelings- en bewaarnemingskader grondig te bestuderen. De Commissie vraagt belanghebbenden hun eventuele opmerkingen te formuleren in verband met het verzoek van het Europees Parlement om deze kwestie verder te bestuderen.

³ Hetzelfde geldt ook voor de clearing via een centrale tegenpartij. Grensoverschrijdende clearing kan hetzij op afstand, hetzij via de diensten van een algemeen clearinglid, hetzij via de diensten van een verschillende centrale tegenpartij plaatsvinden. In het laatste geval zal de buitenlandse centrale tegenpartij de "belegger-centrale tegenpartij" behandelen als een deelnemer en hem margeverplichtingen opleggen die in overeenstemming zijn met de ingenomen posities.

⁴ Resolutie van het Europees Parlement over de mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: "Clearing en afwikkeling in de Europese Unie – Belangrijkste beleidsvraagstukken en toekomstige uitdagingen".

2. In de verslagen van de groep Giovannini aangegeven belemmeringen

De hierboven geschetste problemen staan sinds kort sterk in de belangstelling. Van de diverse verslagen die terzake zijn gepubliceerd, zijn met name de beide verslagen van de **groep Giovannini** van bijzonder belang. Daarin worden 15 belemmeringen genoemd, die als de belangrijkste oorzaken van de versnippering en inefficiënties worden aangemerkt. Deze belemmeringen (hierna de "Giovannini-belemmeringen"⁵) zijn onderverdeeld in technische of met marktpraktijken samenhangende belemmeringen, met belastingprocedures verband houdende belemmeringen en juridische belemmeringen. De conclusies van de verslagen luiden dat de Europese clearing- en afwikkelingsmarkt een lappendeken van naast elkaar bestaande en niet-geïntegreerde nationale markten zal blijven zolang deze belemmeringen niet uit de weg zijn geruimd⁶.

Alle Giovannini-belemmeringen hinderen de integratie van de EU-systemen voor effectenclearing en –afwikkeling, maar zij hebben verschillende gevolgen voor de wijze waarop het grensoverschrijdende clearing- en afwikkelingsproces verloopt. Volgens de verslagen wordt een van de belangrijkste belemmeringen voor de integratie gevormd door de geldende restricties ten aanzien van de locatie waar de clearing en afwikkeling plaatsvindt. Als gevolg van deze restricties hebben marktdeelnemers geen vrije toegang tot de clearing- en afwikkelingsregeling van hun keuze, waardoor een essentiële voorwaarde wegvalt voor een scherpere concurrentie en een grotere efficiëntie bij het verrichten van grensoverschrijdende diensten.

Ook na de opheffing van de belemmeringen inzake de locatie van de clearing en afwikkeling zouden er volgens de groep Giovannini echter nog andere barrières blijven bestaan die de effectieve uitoefening van het toegangs- en keuzerecht hinderen. Zo hebben sommige belemmeringen tot gevolg dat het aantrekkelijker wordt of zelfs verplicht is een beroep te doen op lokale deelnemers om toegang te verwerven tot buitenlandse effectenafwikkelingssystemen. Dit is het geval voor alle handelingen waarvan de uitvoering gespecialiseerde kennis of ervaring met de lokale marktomstandigheden vereist (bijvoorbeeld nationale verschillen wat betreft de behandeling van de rechten op effecten die bij een intermediair worden aangehouden, corporate actions, bij de uitgifte van effecten gevolgde procedures enz.), of die feitelijk alleen door lokale deelnemers mogen worden verricht (zo bestaan er nationale regels op grond waarvan de verantwoordelijkheden op het gebied van de bronbelasting uitsluitend voor lokale intermediairs zijn voorbehouden). Deze belemmeringen beletten buitenlandse beleggers of intermediairs in feite om van andere grensoverschrijdende afwikkelingskanalen gebruik te maken dan die waarbij op lokale deelnemers een beroep moet worden gedaan.

Een andere categorie belemmeringen belet effectenafwikkelingssystemen in feite om bij grensoverschrijdende afwikkeling als intermediair op te treden. Als voorbeeld van een dergelijke belemmering kan de uitsluitende inning van transactiebelastingen via een in het

⁵ Zie bijlage 1 voor de lijst van belemmeringen die in de twee verslagen van de groep Giovannini worden opgesomd. Daar de volledige tekst van beide verslagen op de website van de Commissie beschikbaar is, wordt de inhoud van deze verslagen niet in detail in deze mededeling behandeld.

⁶ De relevantie van de door de groep Giovannini onderkende belemmeringen en het ontbreken van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader voor en van gelijke concurrentieverhoudingen tussen systemen voor effectenclearing en –afwikkeling (zie hierna) zijn aan de orde gekomen in een eerste mededeling van de Commissie over "Clearing en afwikkeling in de Europese Unie – Belangrijkste beleidsvraagstukken en toekomstige uitdagingen", COM(2002) 257 def. van 28.5.2002, beschikbaar op het volgende adres: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/clearing/index.htm.

lokale effectenafwikkelingssysteem geïntegreerde functionaliteit worden genoemd; wanneer van een ander systeem gebruik wordt gemaakt, kan dit betekenen dat hogere transactiebelastingen moeten worden betaald. Dit kan ertoe leiden dat marktdeelnemers uit kostenoverwegingen niet van de locatie voor de afwikkeling gebruik maken die hun voorkeur geniet.

Andere belemmeringen brengen extra kosten en/of risico's met zich mee in vergelijking met lokale *clearing- en afwikkelings*regelingen (bijvoorbeeld verschillen in informatietechnologie en interfaces enz.). De opheffing van dergelijke belemmeringen zal derhalve de verschillen qua totale kosten en qua risico's tussen grensoverschrijdende en nationale clearing en afwikkeling verkleinen.

3. Ontbreken van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader

Een ander belangrijk kenmerk van de Europese systemen voor effectenclearing en -afwikkeling is het ontbreken van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader. Het is aan de nationale openbare autoriteiten om de veiligheid van de systemen voor effectenclearing en -afwikkeling te garanderen, zowel wat de bescherming van de belegger als wat de stabiliteit van het systeem betreft. Wanneer systemen over de grenzen heen opereren, moeten deze autoriteiten zich er eveneens van vergewissen dat alle gekoppelde buitenlandse systemen aan adequate regelgeving en een deugdelijk toezicht onderworpen zijn.

Het ontbreken van een gemeenschappelijk regelgevingskader kan er dan ook toe leiden dat de nationale autoriteiten deelnemers de toegang tot buitenlandse systemen ontfagen of zich tegen de gebruikmaking van deze systemen verzetten om de goede werking van hun markten en de financiële stabiliteit te vrijwaren.

Om dit probleem aan te pakken, hebben het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) en het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER) een gezamenlijke werkgroep opgezet (de **ESCB/CEER-werkgroep**) om gemeenschappelijke normen uit te werken voor verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten in de EU. De werkzaamheden van deze groep bestonden in een aanpassing van de aanbevelingen⁷ van CPSS en IOSCO⁸ aan de Europese context. In juli 2003 hebben het ESCB en het CEER hun ontwerpnormen ter raadpleging gepubliceerd⁹. De vastgestelde normen zullen geen bindend karakter hebben. Zij zullen derhalve geen voorrang hebben op eventuele nationale wettelijke voorschriften die van invloed kunnen zijn op de concrete toepassing van de normen door de nationale bevoegde autoriteiten.

4. Ongelijke concurrentieverhoudingen

Het ontbreken van een adequaat Europees wettelijk kader voor systemen voor effectenclearing en -afwikkeling, alsmede het feit dat aan sommige instellingen die clearing- en afwikkelingsdiensten verrichten een vergunning als bank/beleggingsonderneming is verleend, hebben ertoe geleid dat er twee belangrijke problemen op het gebied van de gelijkheid van de concurrentieverhoudingen zijn ontstaan.

⁷ "Recommendations for Securities Settlement Systems", verslag van de CPSS/IOSCO-taskforce voor effectenafwikkelingssystemen, november 2001.

⁸ Committee on Payment and Settlement Systems van de centrale banken van de G10 en International Organisation of Securities Commissions.

⁹ "Consultative Report: Standards for Security Clearing and Settlement Systems in the European Union", juli 2003.

Zo kunnen banken en beleggingsondernemingen op basis van het hun bij de RBD verleende Europees paspoort over de grenzen heen bewaarnemings- en afwikkelingsdiensten aanbieden, terwijl andere verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten dan banken en beleggingsondernemingen niet over deze mogelijkheid beschikken.

Daarnaast zijn verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten ook aan uiteenlopende kapitaaltoereikendheidseisen onderworpen. Zo bestaan er met name verschillen tussen instellingen met en instellingen zonder bankvergunning. Het gebrek aan harmonisatie op dit terrein heeft er bovendien toe geleid dat er ook tussen instellingen zonder bankvergunning onderlinge verschillen bestaan.

Ten slotte kan het voorkomen dat instellingen met een bankvergunning zowel bemiddelings- en bankdiensten als basisdiensten op het gebied van infrastructuur, bewaarneming en afwikkeling mogen aanbieden, terwijl bewaarnemers in sommige lidstaten niet dezelfde rechten genieten.

DOELSTELLINGEN VAN DE COMMISSIE

Het hoofddoel van de Commissie is de totstandbrenging van EU-systemen voor effectenclearing en -afwikkeling die efficiënt en veilig zijn en die ervoor zorgen dat er gelijke concurrentieverhoudingen tussen de verschillende verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten bestaan. Om deze doelstelling te bereiken, acht de Commissie de volgende maatregelen en beleidsstrategieën noodzakelijk:

- a) de **liberalisering en integratie** van bestaande systemen voor effectenclearing en -afwikkeling door middel van de invoering van een algemeen toegangsrecht op alle niveaus en de opheffing van de bestaande belemmeringen voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling;
- b) de verdere handhaving van het **mededingingsbeleid** om concurrentiebeperkende marktpraktijken aan te pakken en de verdere concentratie van de sector op de voet te volgen;
- c) de goedkeuring van een **gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader** dat de financiële stabiliteit en de bescherming van de belegger garandeert en aldus de wederzijdse erkenning van de systemen mogelijk maakt;
- d) de toepassing van adequate **governance codes**.

Om in de EU tot **geliberaliseerde en geïntegreerde** systemen voor effectenclearing en -afwikkeling te komen, zullen alle verschillende mogelijkheden voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling moeten openstaan voor alle markten, verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten en beleggers. Alleen wanneer deze actoren volledig vrij kunnen kiezen op welke wijze de clearing en afwikkeling van hun grensoverschrijdende transacties plaatsvindt, zal er sprake zijn van volledige mededinging, met alle gunstige gevolgen van dien voor de prijzen en de economische efficiëntie.

Volledige keuzevrijheid is pas mogelijk wanneer elk systeem toegang heeft tot elk ander systeem. Volgens de Commissie zou het toekennen van een algemeen toegangs- en keuzerecht aan alle verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten, met inbegrip van centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen, dan ook een belangrijke stap in de richting van een geliberaliseerde en geïntegreerde markt voor clearing en afwikkeling in de

EU betekenen. Tot dusver is dat echter nog steeds niet gebeurd en dat zal ook niet gebeuren met de aanneming van de nieuwe RBD, omdat er nog nationale en commerciële beperkingen ten aanzien van de locatie van de clearing en afwikkeling zullen blijven bestaan.

De invoering van een algemeen toegangs- en keuzerecht zal echter weinig of niets uithalen wanneer ook niet alle resterende belemmeringen uit de weg worden geruimd die in de verslagen van de groep Giovannini worden opgesomd. De opheffing van de technische of met marktpraktijken samenhangende belemmeringen, de met belastingprocedures verband houdende belemmeringen en de juridische belemmeringen is een eerste vereiste om de integratie van de clearing en afwikkeling in de EU te bewerkstelligen. Daarom onderschrijft de Commissie de algemene aanpak die in beide verslagen van de groep Giovannini wordt voorgesteld. De Commissie staat ook achter de door de groep Giovannini geformuleerde specifieke aanbeveling dat de particuliere en de openbare sector de handen in elkaar dienen te slaan om de belemmeringen in een passende volgorde uit de weg te ruimen.

Een andere belangrijke barrière voor de grensoverschrijdende clearing en afwikkeling welke door de openbare autoriteiten dient te worden aangepakt, houdt verband met de afwikkeling van de geldkant van effectentransacties. Momenteel hebben deelnemers op afstand aan het Eurosysteem van nationale centrale banken geen toegang tot de door deze centrale banken aan nationale deelnemers aangeboden kredietfaciliteiten in het kader waarvan daggeld kan worden verkregen. Dit vormt geen probleem voor de effectenafwikkeling tijdens de openingsuren van TARGET¹⁰, omdat TARGET-deelnemers dan moeiteloos gelden van de ene rekening naar de andere kunnen overmaken. Het wordt echter wel een probleem tijdens de uren dat TARGET gesloten is, vooral in gevallen waarin effectenafwikkelingssystemen gebruik maken van overnacht afwikkelingsprocessen.

De Commissie is van oordeel dat er in het algemeen naar moet worden gestreefd de grensoverschrijdende afwikkeling van de geldkant van effectentransacties zo gemakkelijk te maken als haalbaar is in het licht van de doelstellingen van het Eurosysteem en de andere centrale banken van de EU, door bijvoorbeeld banken de gelegenheid te bieden ofwel hun liquiditeiten te centraliseren op één centralebankrekening en de gelden vervolgens tijdens de openingsuren van de effectenafwikkelingssystemen over te maken, ofwel één enkele rekening te gebruiken voor hun afwikkelingsactiviteit in de EU¹¹, wat mogelijk zal zijn in het kader van de geplande verbeterde versie van TARGET (TARGET 2¹²).

Hoewel de liberalisering en de integratie van de markten essentiële schakels vormen in het proces als geheel, zullen deze maatregelen op zich niet volstaan om in Europa tot efficiënte systemen voor effectenclearing en -afwikkeling te komen. De bevoegde autoriteiten dienen er immers ook op toe te zien dat verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten zich ten volle aan het vigerende *mededingingsrecht* houden. In potentie kan de integratie van de bestaande systemen voor effectenclearing en -afwikkeling de efficiëntie verhogen. Dit mag echter niet worden verhinderd doordat deze systemen concurrentiebeperkende praktijken gaan toepassen,

¹⁰ TARGET is het Europese netwerk van real-time brutovereenigingssystemen.

¹¹ In het gezamenlijke adviesverslag van het ESCB en het CEER wordt een soortgelijke aanbeveling tot de centrale banken gericht, waarbij deze wordt verzocht het mechanisme voor de verstrekking van centralebankgeld te verbeteren door bijvoorbeeld de openingsuren van het geldovermakingssysteem uit te breiden en centralebankrekeningen makkelijker toegankelijk te maken.

¹² "TARGET 2: Principles and Structure", ECB, 16 december 2002. TARGET 2 biedt de centrale banken die beslissen hun individuele platforms op te geven, de mogelijkheid de technische platforms van de nationale systemen te consolideren. Een dergelijke consolidatie zal de grensoverschrijdende afwikkeling ongetwijfeld vergemakkelijken.

zoals een arbitraire weigering van de toegang of de aanrekening van buitensporige en/of discriminerende prijzen.

Ter aanvulling van de bovenbeschreven maatregelen acht de Commissie het ook nodig dat in de EU een **gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader** tot stand wordt gebracht, omdat een dergelijk kader de veiligheid van systemen voor effectenclearing en –afwikkeling zal vergroten en de wederzijdse erkenning ervan mogelijk zal maken. Het goed functioneren van alle transactieverwerkende systemen is immers van vitaal belang voor de veiligheid van de financiële markten en de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. De deelnemers aan systemen voor effectenclearing en –afwikkeling worden met een veelheid van risico's geconfronteerd¹³. Wanneer één onder hen bij de afwikkeling in gebreke blijft en het aldus voor de anderen onmogelijk maakt hun verplichtingen na te komen, kan een systeem voor effectenclearing en -afwikkeling een belangrijke bron van financiële instabiliteit worden.

Aangezien systemen voor effectenclearing en –afwikkeling bovendien in het bezit zijn van de activa die in betalingssystemen voor grote bedragen worden gebruikt om de betalingen te garanderen en die bij monetaire-beleidstransacties als zekerheden fungeren, is de veiligheid en efficiëntie van deze systemen bijgevolg ook van cruciaal belang voor de efficiëntie van de betalingssystemen en het monetaire beleid.

Tevens is het noodzakelijk dat effectentransacties snel en efficiënt definitief worden afgehandeld volgens de vigerende regels. Indien beleggers een systeem voor effectenclearing en -afwikkeling als onveilig beschouwen, zullen zij niet bereid zijn financiële transacties te sluiten waarvan de clearing en afwikkeling via het desbetreffende systeem verloopt, hetgeen directe gevolgen zal hebben voor de liquiditeit van de financiële markt en indirecte gevolgen voor de kapitaalkosten.

Daarom biedt het huidige toezicht- en regelgevingskader toezichthouders de mogelijkheid deelnemers de toegang tot buitenlandse systemen te ontzeggen of zich tegen de gebruikmaking van deze systemen te verzetten indien zij vrezen dat anders de goede werking van de markten waarvoor zij verantwoordelijk zijn en de algemene financiële stabiliteit niet kunnen worden gewaarborgd.

De Commissie is de mening toegedaan dat dit probleem moet worden opgelost en dat de liberalisering en de integratie van systemen voor effectenclearing en –afwikkeling gepaard moeten gaan met de totstandbrenging van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader dat de veiligheid van de clearing en afwikkeling in de EU zal verhogen en tegelijkertijd de wederzijdse erkenning van de desbetreffende systemen mogelijk zal maken.

Het nemen van maatregelen gericht op de liberalisering van de toegang en op de totstandbrenging van een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader zal tevens resulteren in gelijke concurrentieverhoudingen, omdat daardoor de verschillen op het gebied van het toegangsrecht en de kapitaalvereisten tussen verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten met en zonder bankvergunning zullen wegvallen. In wezen dienen dezelfde activiteiten op dezelfde wijze te worden behandeld (de "functionele benadering"), ongeacht welke instellingen deze activiteiten ontplooiën. Een dergelijke benadering vereist dat overeenstemming wordt bereikt over gemeenschappelijke definities van de activiteiten die deel uitmaken van het *clearing- en afwikkelings*proces. In dit stadium behoeven evenwel nog

¹³ Deze risico's omvatten het liquiditeitsrisico, het kredietrisico, het bewaarnemingsrisico, het operationele risico en het juridische risico. Zie de CPSS/IOSCO-aanbevelingen voor een grondige bespreking van deze vraagstukken.

geen functiescheidingen te worden ingevoerd. De belanghebbenden wordt niettemin verzocht hun opmerkingen over een dergelijke benadering kenbaar te maken in het licht van de reeds op sommige Europese binnenlandse markten bestaande regelingen waarbij er sprake is van een scheiding tussen de infrastructuurfunctie en de bankfunctie.

Sommige bezorgdheden van de openbare autoriteiten op het gebied van de veiligheid van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen en ten aanzien van het risico dat deze concurrentiebeperkende praktijken gaan toepassen, kunnen ook al van tevoren worden weggenomen door de toepassing van doelmatige ***governance codes***. Deze codes moeten worden gezien als een aanvulling op de bovenbeschreven beleidsmaatregelen (het mededingingsbeleid enerzijds en een doelmatige regelgeving en een doeltreffend toezicht anderzijds).

Het Commissiebeleid ten aanzien van clearing en afwikkeling zal derhalve toegespitst zijn op a) de **liberalisering en integratie** van de bestaande systemen voor effectenclearing en -afwikkeling; b) de handhaving van het **mededingingsbeleid**; c) de totstandbrenging van een **gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader**, waarbij onder meer ook de kwestie van de definities wordt geregeld; en d) de toepassing van adequate ***governance codes***.

* * *

Verwacht wordt dat de concentratieactiviteit van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen zal toenemen zodra alle nodige maatregelen zijn genomen. De Commissie is het niettemin eens met de conclusie die zowel in het verslag van de groep Lamfalussy als in de verslagen van de groep Giovannini is geformuleerd, namelijk dat het concentratieproces marktgedreven moet zijn.

De Commissie meent dat het voldoende is dat adequate waarborgen in de vorm van een toezicht- en regelgevingskader en het mededingingsbeleid worden geboden, en dat zij neutraal dient te blijven ten aanzien van structurele kwesties zoals a) de mate en de vorm van concentratie (horizontaal of verticaal); en b) de mogelijkheid voor effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen om bank- en/of bemiddelingsdiensten aan te bieden. Wanneer in deze waarborgen wordt voorzien, zal zij geen specifieke markt- en/of institutionele structuur voorstellen of opleggen en tevens afzien van het voorstellen of opleggen van een scheiding van de bemiddelings- en bankdiensten die uiteindelijk door effectenafwikkelingssystemen of centrale tegenpartijen zullen worden aangeboden. De definitieve structuur van de *clearing- en afwikkelings*sector zal worden bepaald door de marktkrachten. Het zijn immers de markten en niet de regelgevers die in de beste positie verkeren om te beslissen over deze structuur en over de combinatie van concentratie en integratie welke het best aan hun behoeften beantwoordt.

De autoriteiten dienen er in het algemeen naar te streven dit proces te bevorderen door zoveel mogelijk de marktkrachten te laten spelen en er tegelijkertijd zorg voor te dragen dat met de doelstellingen van algemeen belang rekening wordt gehouden. Deze doelstellingen moeten worden gerealiseerd door het geplande gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader, door de volledige inachtneming en tenuitvoerlegging van de vigerende nationale en communautaire mededingingsvoorschriften en door de toepassing van adequate *governance codes*.

CONCRETE INITIATIEVEN VAN DE COMMISSIE

Het bereiken van de bovenbeschreven doelstelling – de totstandbrenging van efficiënte en veilige EU-systemen voor effectenclearing en -afwikkeling die gelijke concurrentieverhoudingen voor de verschillende verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten waarborgen – is een tijdrovend en ingewikkeld proces dat de gezamenlijke inzet vergt van marktinfrastructuren, marktdeelnemers, regelgevers en toezichthouders. De Commissie meent dat voor haar een belangrijke rol is weggelegd welke zal bestaan in het verschaffen van het noodzakelijke politieke elan, de coördinatie van acties en het voorstellen van bijzondere wetgevingsmaatregelen om het vereiste wetgevingskader tot stand te brengen.

Gezien het bovenstaande is de Commissie voornemens om:

- a) ***een adviserende en toezichthoudende groep op te zetten:*** De Commissie is voornemens een adviserende en toezichthoudende groep op te zetten om alle Giovannini-belemmeringen uit de weg te ruimen waarvoor de particuliere sector geheel of gedeeltelijk verantwoordelijk is, en om het algemene integratie- en liberalisatieproject te bevorderen.
- b) ***een voorstel in te dienen voor een richtlijn betreffende clearing en afwikkeling:*** De Commissie acht het noodzakelijk om de marktgedreven opheffing van de relevante Giovannini-belemmeringen aan te vullen met een degelijk wetgevingskader dat het vrij verrichten van effectenclearing- en afwikkelingsdiensten in de gehele EU op basis van gemeenschappelijke voorwaarden, waarborgt. Een dergelijk kader zal ervoor zorgen dat beperkingen en belemmeringen ten aanzien van de plaats waar clearing en afwikkeling worden verricht, worden opgeheven. Daarnaast zal het de wederzijdse erkenning van de verschillende nationale regelingen op basis van het beginsel van het land van herkomst tot stand brengen. Deze richtlijn dient een kaderrichtlijn te zijn en uitsluitend algemene beginselen vast te leggen overeenkomstig het Lamfalussy-proces.
- c) ***juridische en fiscale vraagstukken aan te pakken:*** De Commissie is voornemens werkgroepen van deskundigen op te zetten om de juridische en fiscale belemmeringen voor integratie te bestuderen, de situatie te evalueren en zo nodig methoden voor te stellen om tot een harmonisatie van nationale wetgevingen en/of procedures te komen.
- d) ***de daadwerkelijke tenuitvoerlegging van het mededingingsrecht te waarborgen:*** De Commissie en de nationale mededingingsautoriteiten zullen concurrentieverstorende marktpraktijken aanpakken, zoals onterechte weigering van toegang en het opleggen van buitensporige en/of discriminerende prijzen, en zij zullen tegelijkertijd toezicht houden op bestaande monopolieposities en op marktconcentratie, waarbij zij zo nodig zullen optreden.

Het opzetten van de adviserende en toezichthoudende groep en van de deskundigengroepen inzake juridische en fiscale vraagstukken moet als prioritaire maatregel worden beschouwd.

1. Het opzetten van de "adviserende en toezichthoudende groep inzake clearing en afwikkeling"

Van de beleidsmaatregelen die nodig zijn om de doelstellingen van de Commissie te verwezenlijken vereist vooral de integratie van de bestaande systemen op het gebied van effectenclearing en -afwikkeling coördinatie tussen particuliere en openbare instanties. Om de belemmeringen voor integratie uit de weg te ruimen zullen maatregelen van deze instanties nodig zijn en zullen de relevante synergieën tot stand moeten worden gebracht.

Deze door de particuliere en de openbare sector uit te voeren acties zullen belangrijke gevolgen hebben voor de manier waarop clearing- en afwikkelingsfuncties in de gehele EU worden verricht. Als gevolg hiervan zullen procedures, beleidsstrategieën en gedragspatronen moeten veranderen. De Commissie is zich er tevens van bewust dat de belangen van de marktdeelnemers niet altijd samenvallen, doch naar gelang van hun functies en de diensten die zij verrichten uiteenlopen. Voor sommigen van hen zal deelneming in een open en geïntegreerde markt substantiële investeringen vergen terwijl voor anderen het risico dat zij specifieke bedrijfsactiviteiten aan concurrenten zullen verliezen, aanzienlijk is. Dit kan vertragingen en fricties veroorzaken bij de vaststelling en aanvaarding van maatregelen die de verschillende belemmeringen moeten opheffen.

Daarom moeten alle instanties die bij dit proces betrokken zijn worden overtuigd van de noodzaak om bepaalde maatregelen te nemen. Een sterk politiek leiderschap is noodzakelijk. Bovendien moeten de resultaten van het gehele proces worden gecontroleerd om de continuïteit van de inspanningen te waarborgen en ervoor te zorgen dat niet wordt afgeweken van het algemene doel en van de richting waarin het proces zich ontwikkelt.

Om de vereiste resultaten te bereiken bepleit de Commissie het opzetten van een informele adviserende en toezichthoudende groep. Dit voorstel sluit aan bij de aanbevelingen van de groep Giovannini, die van mening was dat de oprichting van een coördinatie- en toezichtmechanisme zinvol zou zijn voor het welslagen van de gehele operatie.

De bedoeling is dat deze groep, in samenwerking met de Commissie:

- a) het gehele project ***promoot*** en het publiek alle noodzakelijke uitleg evenals verslagen over de stand van de hervorming ***verschafft***, waarbij zij steeds voor transparantie zorgt;
- b) ***als forum fungeert*** voor instanties van zowel de openbare als de particuliere sector, zodat zij zich ervan kunnen vergewissen dat vorderingen worden gemaakt;
- c) ***een verbinding*** vormt met de groepen deskundigen die de juridische belemmeringen en de belemmeringen in verband met belastingprocedures aanpakken (zie afdeling 3);
- d) de Commissie op ***informele wijze bijstaat***;
- e) de ***schakel*** vormt tussen de particuliere en openbare instanties die bij het proces betrokken zijn ten einde:
 - het onderlinge verband tussen de verschillende belemmeringen te definiëren;
 - concrete actieplannen te coördineren en een consequente tenuitvoerlegging te garanderen;
 - de vorderingen te controleren en de maatregelen op te volgen;

- f) **contact onderhoudt** met de groep van 30 en andere internationale instanties om de samenhang van de initiatieven van de EU met die welke op internationaal niveau worden ontwikkeld, te waarborgen.

Deze "*adviserende en toezichhoudende groep inzake clearing en afwikkeling*" moet bestaan uit hooggeplaatste vertegenwoordigers van verschillende particuliere en openbare instanties die bij dit project betrokken zijn, met inbegrip van het ESCB en het CEER.

De groep zal worden voorgezeten door de Commissie. Verwacht wordt dat zij tenminste tweemaal per jaar bijeen zal komen en dat zij tevens gespecialiseerde subgroepen zal oprichten die met bepaalde aspecten van het proces zullen worden belast.

2. Een kaderrichtlijn voor efficiënte en veilige clearing en afwikkeling in heel Europa

Het uit de weg ruimen van technische belemmeringen en met marktpraktijken samenhangende belemmeringen waarmee de particuliere sector ten dele is belast vormt een noodzakelijke doch ontoereikende voorwaarde voor de totstandbrenging van een geliberaliseerde, geïntegreerde en concurrerende markt voor de verwerking van transacties in de EU. De Commissie meent dat deze doelstelling slechts kan worden bereikt indien een kaderrichtlijn wordt vastgesteld waarin de volgende kwesties worden geregeld:

- algemeen toegangs- en keuzerecht;
- gemeenschappelijk regelgevingskader;
- passende governance codes.

2.1 Toegangs- en keuzerecht

De totstandbrenging van een geïntegreerd systeem voor effectenclearing en -afwikkeling hangt sterk af van de mate waarin de verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten daadwerkelijk beschikken over vrije toegang tot, en vrije keuze van de locatie waar, onder niet-discriminerende voorwaarden, de clearing en afwikkeling plaatsvinden. Uit de reacties die de Commissie op haar eerste mededeling heeft ontvangen blijkt duidelijk dat er ook thans nog altijd sprake is van een aantal toegangs- en keuzebeperkingen. Deze vloeien veelal voort uit nationale wetgeving of de uitleg daarvan. Voorbeelden hiervan zijn wetten die voorschrijven dat effectenbeurstransacties in een gelieerd systeem worden afgewikkeld, en wetten die plaatselijke banken bijzondere voorrechten verlenen bij de afwikkeling en het beheer van een effectenportefeuille. De meest efficiënte manier om deze of soortgelijke rechtstreekse of indirecte beperkingen, die in talrijke nationale wetsinstrumenten zijn opgenomen, uit de weg te ruimen is waarschijnlijk de vaststelling van een kaderrichtlijn, waarbij een algemeen toegangs- en keuzerecht wordt ingevoerd en de voorwaarden voor de uitoefening ervan worden uiteengezet. Het alternatief, namelijk het vertrouwen op vrijwillige maatregelen door de nationale wet- of regelgevers, zou veel minder zeker zijn en zou voorlopig geen garantie bieden voor een liberalisatie in de gehele EU.

Hoewel de EU begonnen is dit vraagstuk op basis van communautaire wetgeving aan te pakken, moet meer worden gedaan om een daadwerkelijk geliberaliseerde en geïntegreerde grensoverschrijdende omgeving voor de verwerking van effectentransacties tot stand te

brenge. In de vigerende richtlijn beleggingsdiensten (RBD)¹⁴ wordt bepaald dat erkende ondernemingen, met name beleggingsondernemingen en banken, recht van rechtstreekse of middellijke toegang hebben tot clearing- en afwikkelingsstelsels die in de gehele EU aan de leden van gereglementeerde markten ter beschikking staan. Krachtens die richtlijn moet aan ondernemingen met een vergunning die toegang op afstand tot gereglementeerde markten hebben, eveneens toegang worden verleend tot de clearing- en afwikkelingssysteemen van die markten, en wel onder niet-discriminerende voorwaarden ten opzichte van de toegangsvoorwaarden die voor plaatselijke deelnemers gelden.

In de nieuwe RBD¹⁵ wordt dit recht uitgebreid, in die zin dat ondernemingen waaraan een vergunning is verleend thans rechtstreeks toegang hebben tot clearing- en afwikkelingssysteemen in een andere lidstaat, zelfs wanneer zij geen lid zijn van een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) in die lidstaat. De nieuwe RBD biedt daarnaast zowel markten als beleggingsondernemingen waaraan vergunning is verleend een zekere keuzevrijheid bij het routeren van transacties voor de clearing en afwikkeling ervan. Het voorstel verleent derhalve aan:

- a) ***ondernemingen waaraan vergunning is verleend:*** het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssysteemen;
- b) ***ondernemingen waaraan vergunning is verleend:*** het recht om de plaats van afwikkeling van hun transacties te kiezen, mits:
 - de nodige koppelingen bestaan om op het door hen gekozen systeem een beroep te doen;
 - de autoriteit van de gereglementeerde markt bevestigt dat het gekozen systeem een soepele en ordelijke werking van de financiële markten toelaat;
- c) ***gereglementeerde markten:*** het recht om voor sommige of alle transacties gebruik te maken van de diensten van in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen; de bevoegde autoriteit van die gereglementeerde markt heeft evenwel het recht om zich hiertegen te verzetten wanneer het gebruik van een buitenlandse centrale tegenpartij de ordelijke werking van de gereglementeerde markt aantoonbaar in gevaar brengt¹⁶.

De **toegangsrechten** die ingevolge de nieuwe RBD worden verleend zijn niet werkelijk algemeen en maken daarom geen integratie van systeemen op alle niveaus mogelijk. Zij zijn

¹⁴ Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993, PB L 141 van 11.6.1993, blz. 27.

¹⁵ Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 7 april 2004 betreffende de markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad. De richtlijn bepaalt in artikel 34: *"De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen uit andere lidstaten het recht moeten hebben toegang te krijgen tot centrale tegenpartij-, clearing- en afwikkelingssysteemen op hun grondgebied voor de afhandeling van transacties in financiële instrumenten of het treffen van regelingen daarvoor. De lidstaten schrijven voor dat de toegang van deze beleggingsondernemingen tot dergelijke systeemen onderworpen is aan dezelfde niet-discriminerende, niet-transparante en objectieve zakelijke criteria als die welke voor lokale deelnemers gelden. De lidstaten beperken het gebruik van deze systeemen niet tot de clearing en afwikkeling van transacties in financiële instrumenten die op een gereglementeerde markt of MTF op hun grondgebied zijn uitgevoerd."*

¹⁶ In de nieuwe RBD wordt duidelijk rekening gehouden met de bezorgdheid van openbare autoriteiten inzake het gebruik van buitenlandse systeemen wanneer hieraan geen gemeenschappelijk regelgevingskader ten grondslag ligt.

alleen van toepassing op ondernemingen waaraan vergunning is verleend; centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen hebben geen dienovereenkomstig recht om lid van andere systemen te worden. Dit beperkt de mogelijkheid van ondernemingen waaraan vergunning is verleend om hun dienovereenkomstige recht inzake de keuze van de plaats van afwikkeling uit te oefenen.

Het **recht om de locatie van afwikkeling te kiezen** dat ingevolge de nieuwe RBD wordt verleend, is bedoeld om ondernemingen waaraan vergunning is verleend niet langer te verplichten om talrijke lidmaatschappen in effectenafwikkelingssystemen aan te houden. Dit recht stelt hen in staat zelf te bepalen waar zij hun transacties afwickelen en hun effecten aanhouden naargelang van hun zakelijke behoeften. Zij kunnen er bijgevolg voor opteren hun effectenbezit te centraliseren in een enkel systeem of een combinatie van systemen en zich daarbij laten leiden door de kosten, de efficiëntie, de toegang tot financiering, de kwaliteit van de dienstverlening of andere overwegingen die zij belangrijk achten. Dit zou de complexiteit verminderen en een efficiënter zekerhedenbeheer mogelijk maken.

Ondernemingen waaraan een vergunning is verleend zullen evenwel hun keuzerecht slechts kunnen uitoefenen indien de afwikkelingslocatie van hun keuze toegang heeft tot het "emittent-effectenafwikkelingssysteem". Daarom dienen effectenafwikkelingssystemen over het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde effectenafwikkelingssystemen te beschikken. Bovendien heeft het keuzerecht zoals in de nieuwe RBD is opgenomen geen betrekking op clearing. De Commissie is van oordeel dat ondernemingen waaraan vergunning is verleend de mogelijkheid moet worden geboden om niet alleen de plaats van afwikkeling te kiezen, maar ook de plaats van clearing. Met het kiezen van de afwikkelingslocatie zouden marktdeelnemers grensoverschrijdend transacties kunnen afwickelen via het effectenafwikkelingssysteem van hun keuze. Evenzo zouden marktdeelnemers, met het kiezen van de plaats van clearing, grensoverschrijdend kunnen verrekenen bij de centrale tegenpartij van hun keuze. Voor een doeltreffende uitoefening van het **recht om de plaats van clearing te kiezen** moeten de centrale tegenpartijen over het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen beschikken.

Kenmerkend voor centrale tegenpartijen is dat zij zich tussen de tegenpartijen bij transacties plaatsen, waarbij zij voor elke verkoper als koper, en voor elke koper als verkoper optreden ("novatie"); om de transacties waarvoor novatie heeft plaatsgevonden te kunnen afwickelen moeten de centrale tegenpartijen eveneens rechtstreeks of indirect toegang hebben tot de effectenafwikkelingssystemen waar de transacties uiteindelijk worden afgewikkeld en de effecten worden gehouden. Derhalve moeten de centrale tegenpartijen tevens recht van toegang hebben tot in andere lidstaten gevestigde effectenafwikkelingssystemen.

De toekenning van toegangsrechten aan centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen maakt niet alleen het keuzerecht van ondernemingen waaraan vergunning is verleend effectief, maar zorgt tevens voor gelijke concurrentieverhoudingen voor de verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten.

Het **recht om gebruik te maken van de diensten van in een andere lidstaat gevestigde centrale tegenpartijen**, dat de nieuwe RBD aan gereguleerde markten verleent, beoogt de mededinging op het gebied van clearingdiensten in de EU te verbeteren.

Het keuzerecht dat aan gereguleerde markten wordt toegekend is niet algemeen; de gereguleerde markten zouden ook het recht moeten hebben om de diensten van in andere lidstaten gevestigde effectenafwikkelingssystemen te kiezen, naast het recht om de diensten

van buitenlandse centrale tegenpartijen te kiezen. Deze rechten moeten tevens worden toegekend aan multilaterale handelsfaciliteiten¹⁷.

De Commissie is daarom van oordeel dat de kaderrichtlijn betreffende *Clearing en afwikkeling*, in combinatie met de nieuwe RBD, de volgende toegangs- en keuzerechten moet invoeren:

- *beleggingsondernemingen en banken*: het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde effectenclearing- en afwikkelingssystemen;
- *centrale tegenpartijen*: het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen;
- *effectenafwikkelingssystemen*: het recht van toegang tot in andere lidstaten gevestigde effectenafwikkelingssystemen;
- *gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten*: het recht om passende regelingen te treffen met in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen.

In al deze gevallen dient de toegang te worden geregeld op grond van transparante en niet-discriminerende voorschriften, welke op objectieve criteria zijn gebaseerd. Om discriminatie te voorkomen moeten, wanneer standaarddiensten of –prijzen worden gehanteerd, eventuele afwijkingen hiervan eveneens op objectieve gronden worden gerechtvaardigd. Daarnaast is het belangrijk erop te wijzen dat het bestaan van algemene toegangsrechten met betrekking tot effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen niet inhoudt dat deze entiteiten verplicht moeten worden om toegang tot andere systemen te vragen en te behouden. Indien er evenwel een koppeling bestaat tussen twee effectenafwikkelingssystemen welke operationeel is, dienen zij niet over de mogelijkheid te beschikken het gebruik van de koppeling te weigeren teneinde transacties af te wikkelen in effecten waarvoor een van beide systemen de definitieve afwikkelingslocatie is.

2.2. Gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader

Nationale restricties inzake toegang en keuze kunnen het resultaat zijn van een historische ontwikkeling, maar kunnen ook verband houden met het gerechtvaardigde streven van nationale regelgevers en toezichthouders om de veiligheid van de systemen en de algemene financiële stabiliteit te waarborgen. Zoals hierboven is opgemerkt zijn het CEER en het ESCB doende normen te ontwikkelen ten einde een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader tot stand te brengen dat als basis zal dienen om dergelijke vraagstukken in de EU aan te pakken. Verwacht wordt dat regelgevers, toezichthouders en controlerende instanties ("nationale autoriteiten") deze normen in hun respectievelijke beoordelingskaders zullen integreren en aldus zullen beoordelen of hieraan is voldaan. Deze normen zijn niet verplicht en komen niet in de plaats van nationale wettelijke voorschriften die hiermee in strijd zouden zijn.

¹⁷ Dankzij de politieke overeenstemming die op 7 oktober 2003 door de Raad is bereikt over het ontwerp van een nieuwe RBD worden beide beperkingen uit de weg geruimd doordat zowel aan gereguleerde markten als aan multilaterale handelsfaciliteiten het recht wordt verleend om de diensten van buitenlandse centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen te kiezen.

Naarmate zich meer grensoverschrijdende concentraties en koppelingen tussen systemen voor effectenclearing en –afwikkeling voordoen, zal er tevens in toenemende mate behoefte zijn aan samenwerking tussen nationale autoriteiten om tot doeltreffende grensoverschrijdende regelgeving en toezicht te komen. In dit verband is het van belang dat duidelijk is welke regelgeving van toepassing is, dat wil zeggen welke autoriteit bevoegd is voor de regelgeving inzake en het toezicht op een bepaald geheel van grensoverschrijdende clearing- en afwikkelingsactiviteiten. Bij het ontbreken van een gemeenschappelijk kader wordt momenteel de grensoverschrijdende samenwerking tussen nationale autoriteiten met een belang in een systeem of de deelnemers daaraan rechtstreeks tussen deze autoriteiten geregeld wanneer marktontwikkelingen een dergelijke samenwerking noodzakelijk maken. Ook hier vormen de ontwerpnormen van het CEER en het ESCB een goed uitgangspunt voor de verdeling van de verantwoordelijkheden onder de betrokken nationale autoriteiten. De relevante normen komen evenwel niet in de plaats van de taken die ingevolge de nationale wetgeving op de openbare autoriteiten rusten.

Uit deze inherente gebreken van de normen blijkt dat het vaststellen van normen weliswaar voor enige gemeenschappelijke regelgeving inzake effectenclearing en –afwikkeling kan zorgen, maar dat deze normen niet in de plaats kunnen komen van een daadwerkelijk wetgevingskader. De Commissie is dan ook van mening dat, evenals het geval is met de invoering van algemene toegangs- en keuzerechten, het vertrouwen op vrijwillige maatregelen door de nationale wetgevers en toezichthouders om een gemeenschappelijk toezicht- en regelgevingskader tot stand te brengen minder rechtszekerheid biedt en op het niveau van de regelgeving wellicht op langere termijn geen garantie vormt voor gelijke concurrentieverhoudingen.

Deze nadelen worden vermeden indien een richtlijn wordt vastgesteld die een gemeenschappelijke reeks algemene beginselen bevat voor de vergunningverlening aan, de reglementering van en het toezicht op systemen voor effectenclearing en –afwikkeling. De specifieke regels die door deze systemen zullen worden toegepast dienen echter flexibel te zijn en nauw aan te sluiten bij markt- en toezichtpraktijken. Daarom is de Commissie van mening dat de algemene beginselen verder dienen te worden geconcretiseerd door specifieke maatregelen, vast te stellen op basis van de benadering met vier niveaus volgens het Lamfalussy-proces. De normen van het CEER/ESCB zouden dan de basis kunnen vormen van eventuele uitvoeringsmaatregelen van niveau 2 die overeenkomstig de machtigingsbepalingen van de kaderrichtlijn zullen worden ontwikkeld.

De richtlijn moet voorzien in:

- een functionele benadering;
- initiële en permanente prudentiële vereisten en vereisten op het gebied van de bescherming van beleggers; en
- samenwerking op het gebied van toezicht.

Functionele benadering: overeenkomstig de werkzaamheden die sinds kort worden verricht door de werkgroepen van CPSS/IOSCO en ESCB/CEER, is de Commissie van mening dat de richtlijn gebaseerd dient te zijn op een functionele benadering. Hierdoor kan een consequente actie worden gewaarborgd en kunnen wetgevingsconflicten worden vermeden.

In dit verband dienen in de richtlijn gemeenschappelijke functionele definities van activiteiten op het gebied van clearing en afwikkeling te worden opgenomen. Deze definities kunnen

betrekking hebben op een breed scala van transactieverwerkende activiteiten, zoals matching, bevestiging, bewaring en de notarisfunctie zonder deze noodzakelijkerwijs specifiek weer te geven. In ieder geval moeten zij berusten op de passende schakels van de waardeketen, en niet op de hoedanigheid van "intermediair" of "infrastructuur" van de dienstverrichter, ook al kan een dergelijke scheiding wel van belang zijn om het risiconiveau vast te stellen dat met de verschillende functies verbonden is. De partijen worden verzocht opmerkingen te maken over het belang van een dergelijke functiescheiding in dit verband. De Commissie is van mening dat de precisie waarmee de functies worden gedefinieerd zal afhangen van de wijze waarop de verschillende activiteiten zich verhouden tot de prudentiële vereisten en de vereisten inzake beleggersbescherming die passend worden geacht, met name wat de verschillende risicocategorieën betreft – kredietrisico, operationeel risico, bewaarnemingsrisico, enz. – die deze vereisten moeten bestrijden. Tevens moet worden overwogen of de definities en het toepassingsgebied van de richtlijn moeten worden uitgebreid tot andere transactieverwerkende activiteiten, zoals zekerhedenbeheer of "asset servicing".

De Commissie is zich ervan bewust dat de huidige marktpraktijk er soms toe heeft geleid dat dezelfde term wordt gebruikt voor verschillende en/of complementaire functies. De richtlijn moet dit probleem oplossen door definities vast te stellen die op ondubbelzinnige wijze functies aanduiden, ook al omvatten zij niet noodzakelijkerwijs alle gangbare betekenissen van een term. In de onderhavige mededeling heeft de Commissie doelbewust slechts twee grote categorieën functies gebruikt, namelijk *clearing* en *afwikkeling*. Onder *clearing* worden verstaan de activiteiten, zoals bijvoorbeeld novatie, die tot gevolg hebben dat de tegenpartijen tegen het vervangingskostenrisico zijn ingedekt, terwijl *afwikkeling* in ruime zin wordt gedefinieerd en tevens pre-settlement, afwikkeling en bewaarneming omvat. Deze definities moeten in engere en nauwkeuriger vorm in de voorgenomen richtlijn worden opgenomen, waarbij rekening wordt gehouden met het verband tussen deze definities en de passende prudentiële vereisten en de vereisten inzake de beleggersbescherming.

Initiële en permanente prudentiële vereisten en vereisten inzake beleggersbescherming: Met het nieuwe wetgevingskader dat in de voorgenomen richtlijn betreffende *clearing* en *afwikkeling* wordt opgenomen wordt beoogd om systemen voor effectenclearing en -afwikkeling in staat te stellen ongehinderd in andere lidstaten hun diensten te verrichten. Tegelijkertijd vertegenwoordigen deze entiteiten een belangrijke bron van tegenpartij- en systeemrisico voor andere marktdeelnemers. Daarom acht de Commissie het noodzakelijk om, ten einde wederzijdse erkenning in het kader van de interne financiële markt tot stand te brengen, gemeenschappelijke initiële en permanente prudentiële vereisten en vereisten inzake beleggersbescherming vast te stellen, naast andere vereisten op het gebied van governance (zie afdeling 2.3).

Zo dient de richtlijn passende initiële en permanente kapitaaltoereikendheidseisen te bevatten die van toepassing zijn op systemen voor effectenclearing en –afwikkeling in de EU. De kapitaalvereisten voor activiteiten op het gebied van clearing en afwikkeling dienen duidelijk gekoppeld te zijn aan functies, die naar behoren zijn gedefinieerd, en aan de omvang van het risico dat met deze functies samenhangt ("functionele benadering"). De Commissie is van oordeel dat bij de vaststelling van deze kapitaalvereisten rekening dient te worden gehouden met de vereisten die thans voor banken gelden, met name met betrekking tot kredietrisico. Aangezien de huidige en toekomstige kapitaaltoereikendheidseisen voor banken niet geschikt worden geacht om risico's te dekken die gepaard gaan met *clearing* en *afwikkeling*, dient het kapitaaltoereikendheidskader voor systemen voor effectenclearing en –afwikkeling dienovereenkomstig te worden aangepast. Verdere prudentiële vereisten zijn vooralsnog niet uitgesloten.

De richtlijn moet tevens algemene beginselen op het gebied van risicobeheer bevatten, zoals levering tegen betaling, naast andere beginselen inzake **beleggersbescherming**, zoals de beginselen die beogen de integriteit van de emissie te bewaren en de effecten van de beleggers te beschermen. Het is met name van wezenlijk belang dat de betrouwbaarheid van giraal overdraagbare effecten in alle stadia van de intermediairketen is gewaarborgd. Goede boekhoudkundige praktijken en afstemmingsprocedures ten aanzien van dergelijke effecten in de gehele keten van intermediairs zijn noodzakelijk om de rechtsgevolgen van bij een intermediair aangehouden effecten te verduidelijken (over de werkzaamheden om deze rechtsgevolgen te harmoniseren, zie afdeling 3.1). De Commissie is van oordeel dat dergelijke strikte beginselen inzake risicobeheer en beleggersbescherming verder moeten worden uitgewerkt door middel van specifieke maatregelen, zoals die welke door het CEER/ESCB-werkgroep worden ontwikkeld.

Samenwerking op het gebied van toezicht: De invoering van algemene toegangsrechten, de opheffing van de bestaande belemmeringen voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling en de vaststelling van een gemeenschappelijk regelgevingskader zullen waarschijnlijk een grotere mate van integratie en concentratie in de sector clearing en afwikkeling teweegbrengen. Daarom moet het regelsgevingskader een blauwdruk voor samenwerking op het gebied van toezicht bevatten, om te voorkomen dat systemen voor effectenclearing en –afwikkeling die grensoverschrijdend opereren, worden onderworpen aan de controle van een veelvoud van toezichthouders, hetgeen de kosten van de regelgeving en de complexiteit ervan zou verhogen.

Het toezichtmodel dat in de geharmoniseerde sector van banken, beleggingsdiensten, enz. wordt toegepast is gebaseerd op het beginsel van het **toezicht van het land van herkomst**. Dit beginsel, dat in verschillende EU-richtlijnen is vervat, houdt in dat het toezicht op een entiteit met betrekking tot de activiteiten die zij in het land van herkomst of daarbuiten door middel van een bijkantoor of in het kader van het vrij verrichten van diensten uitoefent, onder de verantwoordelijkheid van de autoriteiten van die lidstaat van herkomst valt. Verder houdt dit beginsel in dat buitenlandse dochterondernemingen van deze entiteit onder het toezicht vallen van de autoriteiten van de lidstaat waar de dochteronderneming is gevestigd. De autoriteiten van het land van ontvangst daarentegen blijven verantwoordelijk voor bepaalde aspecten, zoals het toezicht op de liquiditeit van bijkantoren, maatregelen ter uitvoering van monetair beleid, enz. Dit toezichtmodel biedt tevens een kader voor de regelmatige uitwisseling van informatie en samenwerking tussen toezichthouders.

De Commissie meent dat een soortgelijk model, zo nodig aangepast aan de specifieke eigenschappen van de clearing- en afwikkelingssector, moet worden ingevoerd om de toezichthoudende taken van de nationale autoriteiten te coördineren.

Dit toezicht- en samenwerkingskader zou tevens rekening moeten houden met, en zich moeten aanpassen aan, het feit dat bepaalde entiteiten reeds aan een bestaand toezichtstelsel onderworpen kunnen zijn (zoals het toezichtstelsel voor banken). De richtlijn dient ervoor te zorgen dat er geen sprake is van dubbele toezichtvereisten.

Op basis van deze voorschriften zullen effectenafwikkelingssystemen, centrale tegenpartijen, bewaarnemers en clearingleden een EU-paspoort verkrijgen dat hen in staat stelt grensoverschrijdend activiteiten te verrichten. Momenteel hebben alleen bewaarnemers een dergelijk paspoort op basis van de RBD-bepalingen. Het clearing- en afwikkelingspaspoort brengt gelijke concurrentieverhoudingen tot stand voor alle verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten.

2.3. Governance

Effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen hebben een zeer grote marktmacht. Bovendien hebben zij de potentie om een bron van instabiliteit voor het financiële stelsel als geheel te worden. Aangezien het integratieproces tot een grotere mate van concentratie in de EU leidt, neemt de mogelijkheid dat een afzonderlijk effectenafwikkelingssysteem of centrale tegenpartij een bron van financiële instabiliteit wordt, aanzienlijk toe. Governance codes kunnen hier een uitweg bieden.

De Commissie acht het van het grootste belang dat effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen passende governance codes ten uitvoer leggen. Daarom meent zij dat een aantal algemene beginselen in de kaderrichtlijn moeten worden opgenomen.

Governance codes regelen de betrekkingen tussen eigenaars, raden van bestuur, managers en overige belanghebbenden, waaronder gebruikers en autoriteiten die het openbaar belang vertegenwoordigen. De verschillende categorieën stakeholders hebben uiteenlopende belangen. De eigenaars van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen hebben een rechtmatig belang bij winstmaximalisatie. Gebruikers wensen de diensten te ontvangen die aan hun behoeften voldoen, tegen redelijke prijzen. Openbare autoriteiten verlangen dat effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen: i) afzien van concurrentiebeperkende praktijken, en ii) voldoende bescherming bieden tegen risico's. Deze belangen kunnen met elkaar in strijd zijn. Winstmaximalisatie moet bijvoorbeeld niet tot hogere risico's leiden, wat het geval zou kunnen zijn indien een effectenafwikkelingssysteem of een centrale tegenpartij niet de nodige investeringen verricht, zowel wat het informatiesysteem als wat het personeel betreft.

De voornaamste aspecten van governance zijn: i) eigendom en groepsstructuur; ii) de samenstelling van de raad van bestuur; iii) de rapportage tussen het management en de raad van bestuur; en iv) de drijfveren van het management en het proces waardoor het verantwoordelijk kan worden gehouden voor zijn prestaties, zoals auditcomités¹⁸.

Een belangrijk onderscheid moet worden gemaakt tussen twee soorten governance-structuren: i) entiteiten die eigendom zijn van de gebruiker of worden beheerd door de gebruiker, en ii) entiteiten zonder winstoogmerk. In het eerste geval zijn de gebruikers eigenaar van de onderneming; wat van belang is is evenwel dat eigendomsaandelen worden toegewezen overeenkomstig het gebruik. Bovendien moeten dezelfde eigendomsaandelen in de samenstelling van de raad van bestuur tot uiting komen. Aldus zou de onderneming niet alleen eigendom van de gebruikers zijn, maar ook door deze gebruikers worden beheerd. Omdat het gebruik in de loop van de tijd kan variëren, is een mechanisme nodig om de eigendomsaandelen in overeenstemming te brengen met het gebruik. In het tweede geval houdt het aandeelhouderschap geen verband met het gebruik. Tussen deze twee vormen van governance is ruimte voor tussenoplossingen.

De Commissie is van mening dat een passende governance-structuur bijzonder belangrijk is om mogelijke problemen op dit gebied aan te pakken. Welke governance-structuur – entiteiten die eigendom zijn van de gebruiker en door die gebruiker worden beheerd of entiteiten zonder winstoogmerk – de voorkeur verdient, laat zij in het midden. Het gaat erom dat ongeacht welk model wordt gekozen, volledig aan de gestelde eisen wordt voldaan.

¹⁸ Zie de CPSS/IOSCO-aanbevelingen en de CEER/ESCB-normen.

* * *

Governance codes moeten duidelijk omschreven en transparant zijn. Dit houdt onder meer in dat eigenaars van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen, afhankelijk van een bepaalde drempel, hun eigendomsaandelen moeten bekendmaken; bovendien moeten de salarissen van directeurs en managers evenals eventuele drijfveren openbaar worden gemaakt, of tenminste aan de gebruikers bekend worden gemaakt. Zo zou men kunnen vernemen aan wie de winsten ten goede komen, hoeveel de beloning van directeurs en managers bedraagt en wat hun drijfveren zijn. De transparantie van governance codes houdt tevens in dat doelstellingen en belangrijke besluiten aan eigenaars, gebruikers en openbare autoriteiten worden meegedeeld.

Bovendien dienen effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen over een of meer onafhankelijke comités te beschikken die voor het merendeel uit onafhankelijke bestuurders bestaan, zoals een auditcomité. Dit auditcomité moet ervoor zorgen dat naar behoren rekening wordt gehouden met de bezorgdheden van de openbare autoriteiten en de belangen van de gebruikers met betrekking tot de volgende kwesties: a) interne organisatie en de algehele toereikendheid van menselijke en technologische hulpmiddelen; b) verslaglegging; c) betrouwbaarheid van het informatiesysteem; en d) beleidsmaatregelen op het gebied van risicobeheer. Sommige van de aan het auditcomité toegewezen taken kunnen, gezien de zeer technische aard ervan, aan externe bedrijven worden overgedragen. Het comité moet tevens potentiële belangenconflicten opsporen en oplossen tussen eigenaars en gebruikers en tussen eigenaars en/of gebruikers enerzijds en de openbare autoriteiten anderzijds. De onafhankelijkheid van bestuurders wordt gewoonlijk beoordeeld met betrekking tot het management en de aandeelhouders met een beheersende invloed. Gezien het inherente belang dat de openbare autoriteiten hebben bij een goede werking van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen, dient een passend aantal bestuurders tevens onafhankelijk te zijn met betrekking tot gebruikers en aandeelhouders die niet over een beheersende invloed beschikken.

Ook moet worden nagegaan welke governance codes van toepassing zouden moeten zijn op intermediairs, met name wat hun activiteiten op het gebied van effectendiensten betreft. De Commissie is van oordeel dat de voor hen geldende regeling in overeenstemming moet zijn met de governance codes die voorgenomen zijn voor aandeelhouders met een gekwalificeerde deelneming en managers van effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen, en die van groot belang zijn voor het waarborgen van transparantie, deskundigheid en betrouwbaarheid alsmede risicobeheersing.

* * *

Deze maatregelen stemmen in grote lijnen overeen met de beleidsoriëntaties die in de mededeling van de Commissie over vennootschapsrecht en corporate governance¹⁹ zijn uiteengezet. De Commissie is evenwel van mening dat, aangezien de openbare autoriteiten er belang bij hebben dat effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen geen concurrentiebeperkende praktijken aan de dag leggen, verdere maatregelen op het gebied van governance passend zouden kunnen zijn gezien de huidige en te verwachten ontwikkeling van de sector. Een grotere mate van integratie houdt in dat verschillende categorieën instellingen wellicht met elkaar in concurrentie zullen treden bij het verlenen van grensoverschrijdende diensten op het gebied van *clearing en afwikkeling*. Het is bijvoorbeeld waarschijnlijk dat

¹⁹ COM(2003) 284 def. van 21.5.2003.

centrale effectenbewaarinstellingen, internationale centrale effectenbewaarinstellingen en bewaarnemers met elkaar zullen concurreren bij het verrichten van grensoverschrijdende afwikkelingsdiensten. Daarom zal worden bepaald dat centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen een gescheiden boekhouding moeten bijhouden en moeten zorgen voor de ontbundeling van de diensten die zij in hun hoedanigheid van intermediair aanbieden. Deze regels dienen eveneens van toepassing te zijn op de nevenactiviteiten van effectenafwikkelingssystemen en/of centrale tegenpartijen, zoals bankieren. Hoewel deze verdere maatregelen als meer indringend kunnen worden beschouwd dan andere informatievereisten – een gescheiden boekhouding kan bijvoorbeeld een vrije keuze bij de toewijzing van kosten impliceren – vergroten zij niettemin de transparantie van centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen. In dit opzicht sluit de onderhavige mededeling aan bij de benadering die in de mededeling inzake vennootschapsrecht en corporate governance is gekozen, en volgens welke "moet worden getracht voorrang te verlenen aan **informatievereisten** omdat zij minder ingrijpen in de gang van zaken bij de onderneming en zij een zeer doeltreffende, marktgestuurde manier kunnen zijn om snel resultaten te bereiken" (blz. 11).

Gescheiden boekhouding: om tot een gescheiden boekhouding te komen is een scheiding van kosten en inkomsten noodzakelijk. De verplichting om specifieke diensten afzonderlijk te tarifieren, welke in het onderstaande wordt besproken, maakt een scheiding van inkomsten mogelijk. Aangezien effectenafwikkelingssystemen en centrale tegenpartijen worden gekenmerkt door aanzienlijke synergievoordelen met betrekking tot de verrichting van hun kernactiviteiten enerzijds en van hun nevenactiviteiten anderzijds, zou een scheiding van kosten discretionaire keuzen met zich brengen.

Door bijvoorbeeld een zeer laag percentage van de kosten aan de nevenactiviteiten toe te rekenen zouden effectenafwikkelingssystemen of centrale tegenpartijen kunnen aantonen dat zij winst maken op deze activiteiten, hetgeen erop zou wijzen dat er geen sprake is van wederzijdse subsidiëring. Dit zou evenwel misleidend zijn: indien het "juiste" percentage vaste kosten aan de nevenactiviteiten zou worden toegerekend, zouden zij minder winstgevend of, in het uiterste geval, verliesgevend blijken. Kostenallocatie is derhalve een onderwerp dat met grote zorgvuldigheid moet worden behandeld om de gewenste resultaten te kunnen bereiken: hiertoe zou de voorgenen richtlijn kunnen verwijzen naar internationaal aanvaarde normen op het gebied van kostenallocatie, die voor deze entiteiten een degelijke basis kunnen vormen om aan hun verplichtingen te voldoen. Hoe dan ook bepaalt de mededeling, zoals hierboven is besproken, dat boekhoudkundige vraagstukken, met inbegrip van kostenallocatie, onder de verantwoordelijkheid van een auditcomité zullen moeten vallen dat voor het merendeel uit onafhankelijke bestuurders moet bestaan.

Ontbundeling: Daarnaast is voorzien dat nevendiensten, zoals de diensten van intermediairs en bankactiviteiten, afzonderlijk worden getarifeerd en op verzoek, afzonderlijk worden verleend. Een dergelijk vereiste kan een adequate oplossing bieden voor de vrees dat centrale tegenpartijen en effectenafwikkelingssystemen geneigd zullen zijn hun gebruikers, wanneer zij een dienst kopen ten aanzien waarvan zij het alleenrecht hebben, dwingen ook andere, ongewenste diensten van dezelfde dienstverlener te kopen. Dergelijke praktijken brengen mededingingsbezwaren met zich en beperken de mogelijkheden van gebruikers om hun activiteiten op de meest efficiënte dienstverlener te richten, waardoor de efficiëntie kan worden aangetast.

De verlening van bankdiensten (waaronder de inontvangstneming van deposito's en kredietverlening) brengt bijzondere problemen met zich. In de meeste gevallen kunnen deelnemers aan effectenafwikkelingssystemen krediet nodig hebben om tijdelijke kastekorten

te overbruggen wanneer zij effectentransacties afwikkelen. Zij zouden dan krediet nodig hebben van hetzelfde type activa (centralebankgeld of commerciële-bankgeld) dat zij gebruiken voor de afwikkeling van de geldkant van hun effectentransacties. Effectenafwikkelingssystemen die hun eigen (commerciële bank-)geld voor afwikkeling gebruiken zullen in de regel ook krediet aan hun deelnemers verschaffen.

Er zijn verschillende manieren om het vraagstuk inzake het verlenen van bankdiensten door effectenafwikkelingssystemen onder monopolievoorwaarden te behandelen. Een hiervan is om afwikkeling in centralebankgeld verplicht te stellen. De tweede methode is om effectenafwikkelingssystemen de mogelijkheid te bieden in centralebankgeld af te wikkelen. Een andere mogelijkheid zou zijn om effectenafwikkelingssystemen die in commerciële-bankgeld afwikkelen te verplichten andere banken toe te staan de geldkant van effectentransacties te verzorgen. Bij geen van deze mogelijkheden worden deelnemers aan effectenafwikkelingssystemen verplicht om gebruik te maken van de bankdiensten die door het emittent-effectenafwikkelingssysteem worden aangeboden.

De Commissie is van mening dat effectenafwikkelingssystemen die bij de afwikkeling van commerciële-bankgeld gebruik maken hun deelnemers tenminste de keuze moeten bieden om hun transacties ook in centralebankgeld af te wikkelen. Dit is de benadering die is gekozen in de ontwerpnormen voor clearing en afwikkeling van het ESCB/CEER.

* * *

Tenslotte dienen, om gelijke concurrentieverhoudingen te scheppen, de managers en aandeelhouders met een gekwalificeerde deelneming van systemen voor effectenclearing en –afwikkeling te voldoen aan de vereisten inzake deskundigheid en betrouwbaarheid en aan de geschiktheidsvereisten die respectievelijk van toepassing zijn op het management en de aandeelhouders met een gekwalificeerde deelneming van banken of beleggingsondernemingen.

Om alle in de voorgaande afdelingen genoemde redenen is de Commissie van oordeel dat een kaderrichtlijn moet worden aangenomen met het oog op de invoering van a) algemeen **toegangs- en keuzerecht**, b) een **gemeenschappelijk regelgevingskader**, en c) passende **governance codes**.

De geplande richtlijn is hierbij slechts een eerste stap. Zij dient te zorgen voor een goed evenwicht tussen *ex-ante* wetgeving en *ex-post* optreden van de mededingingsautoriteiten om de mededingingsregels te handhaven. De Commissie zal de ontwikkelingen nauw blijven volgen en zonodig haar benadering aanpassen. Het kan in het licht van verdere marktontwikkelingen noodzakelijk zijn de uiteengezette benadering te herzien, mogelijk door middel van verdere maatregelen om ervoor te zorgen dat het vigerende wettelijke kader gelijke concurrentieverhoudingen schept voor de verschillende marktdeelnemers en een adequate oplossing biedt voor mogelijke problemen.

3. Aanpakken van juridische en belastingverschillen

3.1 Het bieden van rechtszekerheid

Hoe veilig een systeem voor effectenclearing en -afwikkeling is, hangt uiteindelijk af van de degelijkheid van het rechtsstelsel dat eraan ten grondslag ligt. Algemene wetgeving (zoals het eigendomsrecht, effectenrecht en insolventierecht), alsmede meer specifieke voorschriften (zoals onder meer de werkingsregels van systemen) hebben alle invloed op de werking en de

efficiëntie van dergelijke systemen, die hun taak alleen goed kunnen vervullen als het rechtskader duidelijk, betrouwbaar, samenhangend en qua uitlegging en uitvoering voorspelbaar is. Op deze wijze kunnen juridische risico's voor deelnemers en voor het systeem als geheel aanzienlijk worden verminderd.

Bij grensoverschrijdende clearing en afwikkeling zijn meerdere nationale rechtsstelsels met elk hun eigen tradities en aanpak betrokken. Elk rechtsstelsel kan weliswaar de in de nationale context rijzende problemen op adequate wijze regelen, maar bij grensoverschrijdende clearing en afwikkeling komt het erop aan dat duidelijk wordt vastgesteld welke nationale rechtsvoorschriften van toepassing zijn op de contractuele en eigendomsaspecten van de transactie als geheel (de problematiek van de wetsconflicten). Ook al wordt deze kwestie via harmonisatie van de nationale collisieregels afdoende opgelost, toch kunnen er nog altijd verschillen in het nationale materiële recht zelf het gehele proces negatief beïnvloeden. Deze bijzonder ingewikkelde juridische problemen doen de kosten en onzekerheden bij grensoverschrijdende clearing en afwikkeling aanzienlijk toenemen.

De twee verslagen van de groep Giovannini bevatten een heldere beschrijving van de juridische problemen die in dit verband rijzen. Als belangrijke belemmeringen voor een verdere integratie worden genoemd: de ongelijke toepassing van nationale collisieregels, de nationale verschillen in de juridische behandeling van bilaterale verrekening (netting) en het ontbreken van een EU-kader voor de behandeling van rechten op effecten. Ook de bestaande verschillen in de nationale wetgevingen wat betreft het moment waarop een koper van een effect voor de doeleinden van corporate actions als de eigenaar ervan wordt beschouwd, worden in beide verslagen als een belangrijke belemmering aangemerkt.

In het huidige EU-rechtskader zijn deze problemen al voor een deel geregeld. Zo worden de verschillen in de juridische behandeling van verrekening en de problematiek van de wetsconflicten al grotendeels aangepakt in de Finaliteitsrichtlijn²⁰ en in de richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten²¹. Deze beide richtlijnen bevatten ook specifieke voorschriften voor de toepassing van het insolventierecht op de systemen voor effectenclearing en -afwikkeling en op financiëlezekerheidsovereenkomsten, waarmee een grotere veiligheid van deze systemen en overeenkomsten wordt beoogd.

De Finaliteitsrichtlijn beperkt de verstoring van een afwikkelingssysteem als gevolg van een insolventieprocedure tot een minimum en waarborgt dat overboekingsopdrachten en de verrekening daarvan juridisch afdwingbaar en aan derden tegen te werpen zijn. Zodra overboekingsopdrachten in het systeem zijn ingevoerd, kan de verrekening ervan immers niet meer ongedaan worden gemaakt. Bovendien kunnen afgewikkelde transacties niet worden teruggedraaid op grond van de zogeheten "nuluurregeling", die soms in het insolventierecht verankerd is. De richtlijn bepaalt ook dat overboekingsopdrachten vanaf een door de regels van het systeem bepaald tijdstip niet herroepen kunnen worden. Ten slotte worden zakelijke zekerheden die aan centrale banken of in verband met de deelname aan een systeem zijn gesteld, afgeschermd van de gevolgen van het insolventierecht.

De richtlijn regelt ook de wetsconflicten in verband met het stellen van zekerheden wanneer de rechten van de zekerheidsnemer worden vastgelegd in een register of een rekening, dan wel bij een centrale effectenbewaarinstelling. De richtlijn gaat uit van het PRIMA-beginsel

²⁰ Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998, PB L 166 van 11.6.1998, blz. 45.

²¹ Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002, PB L 168 van 27.6.2002, blz. 43.

(Place of the Relevant Intermediary Approach: benadering op basis van de plaats waar de betrokken intermediair zich bevindt), hetgeen inhoudt dat de rechten van de houders van zekerheden worden bepaald door de wetgeving van de lidstaat waar het register, de rekening of de centrale effectenbewaarinstantie is gelokaliseerd is.

De richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, die momenteel door de lidstaten in nationaal recht wordt omgezet, heeft een veel ruimere werkingssfeer aangezien deze betrekking heeft op (bijna) alle financiëlezekerheidstransacties van systemen en "financiële intermediairs"²². De richtlijn beperkt de formaliteiten bij financiëlezekerheidsovereenkomsten en beschermt de geldigheid en onherroepelijkheid ervan af tegen een aantal insolventieregels, zoals de "nuluurregeling". Saldering bij vroegtijdige beëindiging ("close-out netting") wordt erkend, ook al wordt deze afdwingbaar door de aanvang of voortzetting van liquidatieprocedures of saneringsmaatregelen. De richtlijn gaat uit van hetzelfde PRIMA-beginsel om wetsconflicten die verband houden met de juridische aard en gevolgen voor de eigendom van/gerechtigdheid tot *activa in de vorm van giraal overdraagbare effecten*²³, de vereisten inzake derdenwerking, het conflict bij concurrerende rechten op dergelijke zekerheden en de realisatievereisten te regelen.

De wetsconflicten in verband met giraal overdraagbare effecten zijn later wederom behandeld in het onlangs aangenomen Verdrag van Den Haag inzake het recht dat van toepassing is op bepaalde rechten ten aanzien van effecten die bij een intermediair worden aangehouden.

Het verdrag bepaalt dat op bepaalde rechten ten aanzien van effecten die bij een intermediair worden aangehouden, het recht mag worden toegepast dat tussen de rekeninghouder en de betrokken intermediair is afgesproken, mits dit recht de zogeheten "realiteitstoets" doorstaat, om er zeker van te zijn dat de intermediair wel degelijk effectenactiviteiten in dit rechtsgebied ontplooit, al behoeven deze niet noodzakelijkerwijze met de rekening in kwestie verband te houden.

Na de inwerkingtreding van het verdrag in de EU zullen deelnemers nog voordat zij een transactie sluiten, met zekerheid en betrekkelijk weinig moeite kunnen uitmaken welk recht op hun via intermediairs aangehouden effecten van toepassing zal zijn. In het kader van haar bevoegdheden zal de Commissie de nodige regelingen treffen voor de ondertekening en de toetreding van de Europese Unie tot het verdrag en de bekrachtiging ervan door de lidstaten. De Commissie zal ook de nodige stappen zetten om de Finaliteitsrichtlijn en de richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten in overeenstemming te brengen met de in het Verdrag van Den Haag neergelegde voorschriften voor wetsconflicten.

Hoewel deze maatregelen meer juridische duidelijkheid zullen verschaffen en de algehele soliditeit en efficiëntie van grensoverschrijdende clearing en afwikkeling in de EU zullen vergroten, bieden zij geen oplossing voor een aantal andere belangrijke juridische belemmeringen.

Het voornaamste obstakel blijft het ***ontbreken van een EU-kader voor de behandeling van de rechten op effecten die bij een intermediair worden aangehouden***. De groep Giovannini heeft deze lacune aangemerkt als de belangrijkste bron van juridische risico's bij grensoverschrijdende transacties.

²² Financiëlezekerheidstransacties met natuurlijke personen vallen niet onder de richtlijn.

²³ Als zekerheid verschaft instrumenten, waarbij de eigendom van/de gerechtigdheid tot die instrumenten blijkt uit inschrijvingen in een register of op een rekening.

Steeds vaker worden effecten alleen giraal aangehouden en overgedragen. Zo worden gedematerialiseerde effecten uitsluitend giraal geregistreerd op een rekening die bij een intermediair wordt aangehouden. In dergelijke gevallen moet allereerst duidelijkheid worden geschapen over de juridische aard van de rechten die beleggers hebben ten aanzien van dergelijke girale registraties. In de praktijk lopen de juridische interpretaties van deze rechten van lidstaat tot lidstaat sterk uiteen.

Van even groot belang is het juridische kader voor de overdracht van rechten op bij een intermediair aangehouden effecten. In de praktijk worden deze rechten louter door middel van boekingen overgedragen, maar niet alle landen lijken hun rechtsstelsels te hebben aangepast aan deze methode om rechten over te dragen. Ook moet duidelijkheid worden geschapen over het exacte tijdstip waarop rechten op bij een intermediair aangehouden effecten worden overgedragen.

Andere kwesties die nog moeten worden opgehelderd, zijn onder meer de vaststelling van de rangorde bij concurrerende rechten op de desbetreffende rekeningen en de wijze waarop kan worden voorkomen dat schuldeisers beslag leggen op een recht van een belegger of dit opeisen op een hoger niveau dan dat waarop het recht in kwestie feitelijk is geregistreerd of gevestigd ("upper-tier attachment"). Omdat effecten gewoonlijk worden geregistreerd op "verzamelrekeningen", heeft een "upper-tier attachment" tot gevolg dat de effectenrekening waarop beslag wordt gelegd, in zijn geheel wordt geblokkeerd en dat deze blokkade niet alleen geldt voor de effecten van de desbetreffende belegger.

Het ontbreken van een samenhangende EU-aanpak voor deze problemen heeft een zeer nadelige invloed op de veiligheid en efficiëntie van de grensoverschrijdende clearing en afwikkeling. De Commissie vindt dat voorrang moet worden gegeven aan de aanpak van dit probleem, hoewel het vermoedelijk nog wel enige tijd zal duren voordat met concrete voorstellen wordt gekomen.

Een ander vraagstuk dat dient te worden aangepakt, betreft de verschillen in de nationale wettelijke bepalingen inzake de **verwerking van corporate actions**, zoals discrepanties in de wetgeving van de lidstaten met betrekking tot de bepaling van het precieze tijdstip waarop een koper geacht wordt de eigenaar van een effect te zijn, bijvoorbeeld met het oog op de uitkering van dividenden. In de nationale wetgeving kan worden bepaald dat dit de transactiedatum, de beoogde of de feitelijke afwikkelingsdatum kan zijn. Zoals in de twee verslagen van de groep Giovannini wordt opgemerkt, kunnen dergelijke discrepanties de centralisatie van de effectenafwikkeling afremmen en derhalve een belemmering zijn voor verdere integratie. Bijgevolg is het wellicht noodzakelijk om de betreffende regels te harmoniseren.

Tenslotte wenst de Commissie nader in te gaan op het vraagstuk van de **locatie van effecten**. Er is gesuggereerd dat restricties op de mogelijkheid voor de emittent om de locatie van zijn effecten te kiezen, eveneens als een belemmering voor de consolidatie van de effectenafwikkelingssystemen werkt. Deze restricties zijn ofwel terug te voeren op nationale wetgeving die de notering op een bepaalde markt koppelt aan het gebruik van de lokale centrale effectenbewaarinstelling ofwel op het vennootschapsrecht. De Commissie is voornemens dit vraagstuk nader te onderzoeken, rekening houdend met de verschillen tussen de diverse soorten effecten, alsmede met de vennootschapsrechtelijke gevolgen van dergelijke vereisten.

Gezien het belang van deze materie is de Commissie van mening, hierin gesteund door de aanbeveling van de groep Giovannini, dat er gerichte stappen moeten worden genomen om

deze vraagstukken aan te pakken. De Commissie stelt voor om een groep op te richten, bestaande uit deskundigen uit academische kringen en van overheidsinstanties alsmede praktiserende advocaten. Deze zal tot taak hebben een verdere analyse van deze vraagstukken te maken, oplossingen voor te stellen en eventueel te helpen bij de opstelling van specifieke wetgevingsvoorstellen. De samenstelling van de groep dient de juridische tradities van de huidige en toekomstige lidstaten te weerspiegelen. Er zal een klein secretariaat worden voorzien om het project de nodige vaart te geven. De groep zal voorts contact onderhouden met andere instanties, zoals UNIDROIT²⁴, die meer op mondiale schaal soortgelijke werkzaamheden hebben aangevat.

Gezien de complexiteit van de materie en de nauwe verwevenheid ervan met het nationale eigendoms- en vennootschapsrecht, verwacht de Commissie dat dit een project van lange adem zal zijn. Het precieze mandaat zal bij de oprichting van de groep worden vastgesteld; dit zou evenwel het volgende moeten omvatten:

- de aard van de rechten van de belegger met betrekking tot de effecten die worden aangehouden op een rekening bij een intermediair;
- de overdracht van deze rechten;
- het definitieve karakter van giraal effectenverkeer;
- de behandeling van "upper-tier attachment";
- de bescherming van de belegger tegen insolventie van de intermediair;
- de verwerving te goeder trouw van deze rechten door derden;
- de verschillen in de regels inzake de overdracht van eigendom in het kader van "corporate actions", voorzover deze verschillen in de nationale wetgeving zijn verwerkt;
- de keuze van de locatie van effecten.

Voor elk van deze vraagstukken dienen de verschillen in de nationale wetgeving te worden geëvalueerd en zonodig dient een voorstel tot harmonisatie te worden gedaan

3.2 Belastingvraagstukken

De lidstaten zijn bilaterale overeenkomsten aangegaan, in het kader waarvan zowel de staat waar de inkomsten worden gegenereerd als de staat waar de ontvanger zijn fiscale woonplaats heeft, het recht opeisen om belasting te heffen over de inkomsten uit een belegging. Voorkoming van mogelijke dubbele belasting kan op twee manieren geschieden. Ofwel verleent de ene staat volledige vrijstelling van belasting (wat ongebruikelijk is en veelal beperkt wordt tot zogenaamde "directe beleggers": te weten zij die een minimumdeelneming hebben van bijvoorbeeld 10%); ofwel verrekent de woonstaat alle belasting die in de bronstaat

²⁴ UNIDROIT (het "Internationaal Instituut voor de eenmaking van het privaatrecht") is een onafhankelijke, intergouvernementele organisatie die zich bezighoudt met de studie van de behoefte aan en de methoden voor modernisering, harmonisering en coördinatie van het privaatrecht en in het bijzonder het handelsrecht tussen staten en groepen staten.

is ingehouden. Deze methoden staan veelal bekend als respectievelijk de "vrijstellingsmethode" en de "verrekeningsmethode".

Het normale belastingtarief in de bronstaat kan evenwel min of meer vergelijkbaar zijn met het tarief dat in de woonstaat wordt gehanteerd. Bij toepassing van de verrekeningsmethode zou er heel weinig belasting worden betaald in de woonstaat omdat de in de bronstaat geheven belasting volledig (of nagenoeg volledig) de verschuldigde belasting zou dekken. Maar het is waarschijnlijker dat de eigenaar juist in het woonland gebruik zal maken van met belastingmiddelen bekostigde diensten. Daarom wordt er in de overeenkomsten gewoonlijk voorzien in een verlaging van het normale tarief van de bronbelasting in de bronstaat, opdat er nog enige belasting verschuldigd blijft in de woonstaat.

In de verslagen van de groep Giovannini wordt een aantal praktische problemen gesignaleerd met het verzoek aan de overheid om deze aan te pakken. Deze zijn te wijten aan de procedures op grond waarvan slechts bepaalde intermediairs in aanmerking komen voor een verlaging van het normale tarief van de bronbelasting. Met name in sommige lidstaten mogen alleen de op hun grondgebied gevestigde instellingen bronbelastingprocedures toepassen. Andere lidstaten staan verlaagde bronbelastingtarieven toe aan buitenlandse intermediairs, mits zij een plaatselijk fiscaal vertegenwoordiger aanwijzen. Volgens de verslagen van de groep Giovannini weerhoudt een dergelijke situatie een intermediair er daadwerkelijk van om grensoverschrijdend te opereren of om gebruik te maken van de bemiddelingsdiensten van een effectenafwikkelingssysteem, waardoor de concurrentie in de verstrekking van grensoverschrijdende afwikkelingsdiensten aanzienlijk wordt beperkt. Bijgevolg worden de marktdeelnemers ervan weerhouden om de efficiëntste manier te kiezen voor hun grensoverschrijdende activiteiten, waardoor de hele gang van zaken nog inefficiënter wordt

Bovendien bestaan er verschillen in de procedures die in de verschillende lidstaten worden gebruikt voor de inning of vrijstelling van bronbelasting. Zelfs wanneer er volledige of gedeeltelijke vrijstelling wordt verleend, kan van de in aanmerking komende beleggers worden verlangd dat zij eerst de belasting voldoen om deze vervolgens terug te vragen. De procedures voor de terugbetaling van bronbelasting kunnen heel ingewikkeld zijn en kunnen van lidstaat tot lidstaat ook sterk verschillen. Deze verschillen en ingewikkelde procedures doen de kosten van grensoverschrijdende afwikkeling aanzienlijk oplopen.

De ernst van deze belemmeringen voor een efficiënte grensoverschrijdende afwikkeling werd ook aan de orde gesteld tijdens de raadpleging over de eerste mededeling van de Commissie over *clearing en afwikkeling*. Sommige respondenten waren namelijk van mening dat een verregaande belastingharmonisatie weliswaar momenteel niet noodzakelijk was, maar dat de harmonisatie van de verschillende procedures voor de belastingheffing dient te worden voortgezet, waarbij er tevens gezorgd dient te worden voor gelijke behandeling van binnenlandse en buitenlandse beleggers.

De Commissie stelt vast dat de bronbelasting steeds meer aan belang inboet en dat er meer en meer vertrouwd wordt op informatie-uitwisseling. Aldus kunnen de belastingautoriteiten over goede informatie beschikken om het juiste bedrag aan belasting aan de juiste persoon in rekening te brengen. Richtlijn 2003/48/EG van de Raad betreffende belastingheffing over de nationale grenzen heen op rente-inkomsten, stoelt op een zo ruim mogelijke informatie-uitwisseling²⁵. Bovendien is er thans een richtlijn betreffende de wederzijdse bijstand inzake

²⁵ Richtlijn 2003/48/EG van de Raad van 3 juni 2003 betreffende belastingheffing op inkomsten uit spaargelden in de vorm van rentebetaling, PB L 175 van 26.6.2003, blz. 38.

de invordering van schuldvorderingen²⁶, op grond waarvan de bevoegde autoriteiten van een lidstaat bijstand kunnen verlenen aan die van een andere lidstaat bij de invordering van zowel de directe als de indirecte belastingen die in de eerstgenoemde staat opeisbaar zijn van een belastingschuldige die in de tweede woonachtig is. Voorts wordt de oorspronkelijke richtlijn betreffende wederzijdse bijstand²⁷ momenteel gemoderniseerd met het doel deze aan te scherpen. Bijgevolg zullen de lidstaten meer greep hebben op belastingbetalers die buiten hun grondgebied gevestigd zijn.

Gezien deze nieuwe context is dit een geschikt moment om de bijkomende mogelijkheden die zich thans voordoen, te onderzoeken teneinde na te gaan of wijzigingen in sommige bestaande regels kunnen worden doorgevoerd om zo de zaak te vereenvoudigen voor het bedrijfsleven zonder afbreuk te doen aan de rechten van de lidstaten inzake de inning van belastingen.

De groep Giovannini heeft er ook op gewezen dat de integratie van het systeem voor de inning van belastingen over transacties binnen het bestel van de bestaande effectenafwikkelingssystemen in de EU eveneens een fiscale belemmering vormt. Zoals in de verslagen wordt opgemerkt zou het gebruik van een ander effectenafwikkelingssysteem in die situatie tot gevolg kunnen hebben dat er hogere belastingen over transacties moeten worden betaald. Mocht dat het geval blijken te zijn, dan kunnen andere effectenafwikkelingssystemen er *de facto* van kunnen worden weerhouden om bemiddelingsdiensten aan te bieden voor de grensoverschrijdende afwikkeling, hetgeen ten koste zou gaan van de efficiëntie van het systeem. De groep Giovannini heeft de overheid verzocht deze belemmering te onderzoeken en passende oplossingen voor te stellen.

De Commissie stelt voor om een groep van deskundigen op te richten voor een nader onderzoek van de belastingvraagstukken die zijn aangekaart door de groep Giovannini en in de reacties op de eerste mededeling van de Commissie over clearing en afwikkeling, en die als een belemmering voor een efficiënte grensoverschrijdende afwikkeling worden aangemerkt. De deskundigengroep zou deze vraagstukken verder moeten onderzoeken en verslag uitbrengen over het belang ervan en over de vraag of er alternatieven kunnen worden gevonden om de belastingontvangsten waarop de lidstaten aanspraak kunnen maken, veilig te stellen en tevens alle financiële instellingen in de hele Europese Unie in staat te stellen op voet van gelijkheid te concurreren.

De deskundigengroep zou ook tot taak hebben de procedures in de verschillende lidstaten te bestuderen teneinde na te gaan of deze meer op elkaar kunnen worden afgestemd, zodat de vele regels die onder andere de kosten van grensoverschrijdende afwikkeling verhogen, kunnen worden afgeschaft of aanzienlijk verminderd.

De Commissie zal de bevindingen van de deskundigengroep bestuderen en gebruiken als uitgangspunt voor de discussie met de belastingautoriteiten van de lidstaten overeenkomstig het gevestigde beleid van voorafgaande raadpleging over belastingaangelegenheden. Indien

²⁶ Richtlijn 2001/44/EG van de Raad van 15 juni 2001 tot wijziging van Richtlijn 76/308/EEG betreffende de wederzijdse bijstand inzake de invordering van schuldvorderingen die voortvloeien uit verrichtingen die deel uitmaken van het financieringsstelsel van het Europees Oriëntatie- en Garantiefonds voor de Landbouw, alsmede van landbouwheffingen en douanerechten, evenals van schuldvorderingen uit hoofde van de belasting over de toegevoegde waarde en van bepaalde accijnzen, PB L 175 van 28.6.2001, blz. 17.

²⁷ Richtlijn 77/799/EEG van de Raad van 19 december 1977 betreffende de wederzijdse bijstand van de bevoegde autoriteiten van de Lid-Staten op het gebied van de directe belastingen, PB L 336 van 27.12.1977, blz. 15.

vervolgens stappen op communautair niveau wenselijk worden geacht, zal de Commissie trachten passende voorstellen te doen.

4. Mededingingsbeleid

Een consequente toepassing van het mededingingsbeleid vormt een integrerend onderdeel van de algemene Commissieaanpak op het gebied van *clearing en afwikkeling*. De maatregelen ter bevordering van de liberalisering en integratie van de bestaande systemen en het mededingingsbeleid zijn complementair voor de totstandbrenging van efficiënte systemen voor effectenclearing en -afwikkeling in de EU.

Voor de financiële sector, met inbegrip van alle transactieverwerkende activiteiten, gelden immers dezelfde EU-mededingingsregels als voor alle andere bedrijfstakken. De Commissie werkt nauw samen met de nationale mededingingsautoriteiten in gevallen waarin zowel binnenlandse als grensoverschrijdende kwesties moeten worden beoordeeld, bijvoorbeeld in gevallen van beweerde discriminatie tussen binnen- en buitenlandse deelnemers wat de toegang betreft. Deze samenwerking tussen de nationale mededingingsautoriteiten en de Commissie bij de handhaving van de mededingingsregels zal bovendien nog worden versterkt door de inwerkingtreding in mei 2004 van Verordening (EG) nr. 1/2003²⁸ van de Raad. Dit zal bijdragen tot een effectievere en consequentere toepassing van de artikelen 81 and 82 van het EG-Verdrag en tot de bevordering van de concurrentie in de financiële sector.

Systemen voor effectenclearing en -afwikkeling hebben niet alleen de reikwijdte van hun activiteiten uitgebreid, maar hebben onlangs ook grensoverschrijdende concentratieactiviteiten ontplooid, terwijl zij in het verleden uitsluitend binnen de nationale grenzen tot consolidatie overgingen. Zo was er onder meer sprake van fusies van nationale infrastructuren (zoals centrale effectenbewaarinstellingen) met ondernemingen met een echte grensoverschrijdende dimensie (zoals internationale centrale effectenbewaarinstellingen).

De Commissie staat weliswaar neutraal tegenover verticale of horizontale concentratie en tegenover de eenheid of verscheidenheid van de infrastructuur en van de eigendomsvormen, maar net als in enigerlei andere bedrijfstak grijpt zij in wanneer concentratie kan leiden tot het ontstaan of de versterking van een machtspositie op de desbetreffende markt en dus redenen geeft tot bezorgdheid. Tot dusver zijn de meeste fusies die in deze sector hebben plaatsgevonden, onder de drempels gebleven die zijn vastgesteld bij Verordening (EG) nr. 4064/89²⁹ van de Raad (de zogeheten "Concentratieverordening"), waardoor zij niet bij de EU-mededingingsautoriteiten zijn aangemeld.

De Commissie zal de fusies en overnames in deze sector nauwlettend blijven volgen. Bovendien moeten de uit deze operaties ontstane entiteiten de bijzondere verplichtingen in acht nemen die hun bij artikel 82 van het Verdrag worden opgelegd indien zij machtsposities innemen. De overeenkomsten tussen verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten zullen bovendien ook worden getoetst aan artikel 81 van het Verdrag.

Naarmate het tempo van de concentratie van de systemen versnelt, zal ook sterker de hand moeten worden gehouden aan de rechten en verplichtingen van afnemers en verrichters van diensten in deze sector. In dit verband zijn de volgende welbepaalde kwesties vermeldenswaard, zonder dat onderstaande opsomming evenwel mag worden opgevat als een

²⁸ Verordening (EG) nr. 1/2003 van de Raad van 16 december 2002, PB L 1 van 4.1.2003, blz. 1.

²⁹ Verordening (EEG) nr. 4064/89 van de Raad van 21 december 1989, PB L 395 van 30.12.1989, blz. 1.

exhaustieve lijst van mededingingsvraagstukken die terzake kunnen rijzen, of als een voorafbeelding van situaties die zich in de toekomst kunnen voordoen.

Dienstverrichting en niet-discriminerende toegang: in de huidige context wordt bijzondere aandacht besteed aan de inachtneming van de mededingingsregels wanneer overeenkomsten of onderling afgestemde feitelijke gedragingen tussen ondernemingen, dan wel het innemen van een machtspositie door een onderneming tot gevolg hebben dat de mededinging op een specifieke markt wordt beperkt. Bij haar beoordeling houdt de Commissie rekening met de economische omgeving en met de mogelijke positieve en negatieve effecten van dergelijke praktijken op de efficiënte werking van en de concurrentie op de interne markt.

Prijszetting: de Commissie is geen prijsregulerende instantie. De prijzen dienen door de markt te worden bepaald, maar daarbij moeten wel bepaalde grenzen in acht worden genomen. Zo moet een onderneming die een machtspositie inneemt, op grond van artikel 82 van het EG-Verdrag het volgende vermijden: *"het rechtstreeks of zijdelings opleggen van onbillijke aan- of verkoopprijzen of van andere onbillijke contractuele voorwaarden"*³⁰ en *"het toepassen ten opzichte van handelspartners van ongelijke voorwaarden bij gelijkwaardige transacties, hun daarmee nadeel berokkenend bij de mededinging"*³¹.

Exclusieve regelingen: de term "exclusieve regelingen" heeft betrekking op een hele reeks uiteenlopende juridische situaties. Onder deze term kunnen zowel wetgevingsbesluiten en zelfregulering, als sectorale regelingen worden verstaan. Exclusieve regelingen op zich zijn niet verboden door de mededingingsregels. Dergelijke regelingen kunnen echter wel worden onderworpen aan de toepassing van de artikelen 81, 82 en 86 van het EG-Verdrag, met name in de context van opkomende grensoverschrijdende dienstverrichting. Op het gebied van de effectenclearing en -afwikkeling kunnen dergelijke regelingen bijvoorbeeld de gebruikmaking van een specifieke infrastructuur voor de clearing en afwikkeling of het beroep op een specifieke verbonden centrale tegenpartij verplicht stellen. Niet-exclusieve regelingen om van een specifieke infrastructuur gebruik te maken, geven gewoon uitdrukking aan het recht van een markt om te kiezen voor de diensten van een bepaalde centrale tegenpartij of een bepaald effectenafwikkelingssysteem en geven derhalve geen aanleiding tot bijzondere problemen. Wanneer ondernemingen die als gevolg van overheidsmaatregelen of consolidatie mogelijk een machtspositie innemen, bij dergelijke regelingen voordeel hebben, moet er in het bijzonder op worden gelet dat artikel 82 van het Verdrag wordt nageleefd.

De Commissie volgt de marktontwikkelingen op het gebied van clearing en afwikkeling op de voet. Inmiddels wordt dienstverrichters aanbevolen bij de uitoefening van hun bedrijfsactiviteiten een proactieve houding aan te nemen op mededingingsgebied en na te gaan hoe mogelijke concurrentieproblemen in de kiem kunnen worden gesmoord.

CONCLUSIES

In deze mededeling worden de prioritaire beleidsdoelstellingen aangegeven waarmee de Commissie rekening heeft gehouden bij het voorstellen van een toekomstige strategie op EU-niveau. Tevens wordt een actieplan ontvouwd waarin de diverse initiatieven worden geschetst die moeten worden ontplooid om in de EU een geïntegreerd, veilig en efficiënt kader voor de effectenclearing en -afwikkeling tot stand te brengen.

³⁰ Artikel 82, onder a).

³¹ Artikel 82, onder c).

Tegen uiterlijk 30 juli 2004 worden opmerkingen over alle aspecten van deze mededeling ingewacht van het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité, het Comité van de Regio's, de nationale regelgevende en toezichthoudende autoriteiten, andere communautaire en nationale organisaties en verenigingen, marktdeelnemers, institutionele beleggers, infrastructuurverschaffers en alle overige belanghebbenden. Eventuele commentaren kunnen worden gezonden naar DG MARKT G1, Europese Commissie, B-1049 Brussel (e-mailadres: <Markt-Clearing-Settlement@cec.eu.int>).

Tevens verzoekt de Commissie het Europees Parlement en de Raad de in deze mededeling uiteengezette aanpak te onderschrijven.

Bijlage 1

Giovannini-belemmeringen
Uiteenlopende IT-platforms/interfaces
Restricties ten aanzien van de locatie van clearing of afwikkeling
Nationale verschillen in regels voor corporate actions
Verschillen in de beschikbaarheid/timing van de definitieve afwikkeling in de loop van de dag
Belemmeringen voor toegang op afstand
Nationale verschillen in afwikkelingsperioden
Nationale verschillen in openingsuren/afwikkelingstermijnen
Nationale verschillen in de praktijken voor de uitgifte van effecten
Restricties ten aanzien van de locatie van effecten
Restricties op de activiteit van primary dealers en marketmakers
Procedures op het gebied van de bronbelasting welke buitenlandse intermediairs benadelen
In het afwikkelingssysteem geïntegreerde functionaliteit voor de belastinginning
Nationale verschillen in de juridische behandeling van effecten
Nationale verschillen in de juridische behandeling van bilaterale verrekening
Ongelijke toepassing van collisioneregels

Bijlage 2: LIJST VAN TERMEN

Belegger-effectenafwikkelingssysteem: een effectenafwikkelingssysteem dat in de hoedanigheid van intermediair optreedt.

Bewaarnemer: een intermediair bij het verrichten van *afwikkelings*diensten.

Centrale tegenpartij: instelling die de *clearing*functie vervult.

Clearingfunctie: de activiteiten die tot gevolg hebben dat de tegenpartijen tegen het vervangingskostenrisico zijn ingedekt.

Clearinglid: een intermediair bij het verrichten van *clearing*diensten.

Effectenafwikkelingssysteem: alle instellingen, met name centrale effectenbewaarinstellingen, die de pre-settlement-, afwikkelings- en bewaarnemingsfuncties vervullen, met uitzondering van bewaarnemers.

Emittent-effectenafwikkelingssysteem: het effectenafwikkelingssysteem waar effecten geïmmobiliseerd of gedematerialiseerd zijn.

Hoedanigheid van intermediair: het bieden van directe of indirecte toegang tot het "emittent-effectenafwikkelingssysteem" of de centrale tegenpartij waarmee een markt adequate clearingregelingen is overeengekomen.

Markten: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten in de zin van het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten.

Systeem voor effectenclearing en –afwikkeling: alle institutionele regelingen die nodig zijn voor de definitieve afhandeling van een effectentransactie.

TARGET: Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System, bestaande uit de nationale real-time brutovereenkomstsystemen van de EU-lidstaten die de euro hebben ingevoerd, en het betalingsmechanisme van de ECB.

Verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten: effectenafwikkelingssystemen, centrale tegenpartijen, bewaarnemers en clearingleden.

Vervangingskosten: de verliezen die kunnen ontstaan wanneer een tegenpartij bij een transactie in gebreke blijft.