



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 28.5.2002
COM(2002) 257 definitief

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

**Clearing en afwikkeling in de Europese Unie
Belangrijkste beleidsvraagstukken en toekomstige uitdagingen**

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN DE RAAD EN HET EUROPEES PARLEMENT

Clearing en afwikkeling in de Europese Unie Belangrijkste beleidsvraagstukken en toekomstige uitdagingen

Clearing en afwikkeling zijn de processen die moeten worden doorlopen voordat transacties op de effectenmarkt een definitief karakter krijgen. Deze processen zijn van wezenlijk belang voor de goede werking van het financiële stelsel. De beschikbaarheid van efficiënte (d.w.z. kosteneffectieve, concurrerende en veilige) clearing- en afwikkelingsregelingen die voor de gehele EU gelden, is derhalve onontbeerlijk voor de voltooiing van de interne markt voor financiële diensten. De momenteel in de EU bestaande clearing- en afwikkelingsregelingen functioneren over het algemeen efficiënt voor binnenlandse effectentransacties. Het betreft evenwel nationale regelingen, die niet combineerbaar zijn om tot een efficiënte afhandeling van grensoverschrijdende transacties te komen. Zonder een efficiënte grensoverschrijdende clearing en afwikkeling kan echter niet optimaal van de interne markt voor financiële diensten worden geprofiteerd.

De inefficiëntie van de grensoverschrijdende clearing en afwikkeling in de EU is vooral te wijten aan fragmentatie, die op haar beurt een gevolg is van nationale verschillen in technische vereisten/marktpraktijken, belastingprocedures en effectenwetgeving. Bovendien ontbreekt het momenteel aan een gemeenschappelijk toezichtkader voor de clearing- en afwikkelingsactiviteit, waardoor de ontwikkeling van grensoverschrijdende activiteiten ook hinder kan ondervinden van de vrees voor eventuele operationele en prudentiële risico's. De totstandbrenging van een geïntegreerde omgeving voor clearing en afwikkeling is derhalve een absoluut noodzakelijke voorwaarde om een efficiënte afhandeling van alle effectentransacties binnen de EU mogelijk te maken. Om dit te bereiken, heeft de Commissie twee essentiële beleidsdoelstellingen vastgesteld.

De eerste doelstelling bestaat erin alle belemmeringen in de vorm van nationale verschillen in technische vereisten/marktpraktijken, belastingprocedures en effectenwetgeving op te heffen welke de definitieve afhandeling van grensoverschrijdende transacties in de weg staan. De Commissie is van oordeel dat de opruiming van met technische vereisten samenhangende belemmeringen vooral een taak is voor de particuliere sector. Dit neemt echter niet weg dat ook de nationale en EU-instanties een actieve rol bij de opheffing van deze belemmeringen kunnen spelen door gemeenschappelijke normen uit te werken en op deze manier de harmonisatie te bevorderen. Voor het uit de weg ruimen van de overige belemmeringen is een overheidsoptreden vereist. Zo dienen bijvoorbeeld regels te worden vastgesteld voor de bepaling van het rechtstelsel dat in de EU op effectentransacties en -bezit van toepassing is.

Daar de opheffing van belemmeringen op zich niet noodzakelijkerwijze volstaat om een evenwichtige en concurrerende omgeving tot stand te brengen, bestaat de tweede doelstelling erin concurrentievervalsingen of een ongelijke behandeling van instellingen die vergelijkbare clearing- en afwikkelingsactiviteiten ontplooiën, tegen te gaan. Een volledig geïntegreerde EU-clearing- en afwikkelingsinfrastructuur houdt in dat de toegangsrechten tot de systemen algemeen geldend, transparant, objectief en bovenal effectief zijn. De marktdeelnemers mogen bij het nemen van hun beleggings- en investeringsbeslissingen niet worden beperkt door de locatie van de tegenpartij, de effecten of de infrastructuur. Iedereen (d.w.z. alle

markten, infrastructuurverschaffers en marktdeelnemers) moet toegang hebben tot alle benodigde systemen. Met de voorgenomen herziening van de Richtlijn Beleggingsdiensten (RBD) wordt een eerste stap gezet in de richting van de verwezenlijking van deze doelstelling. De herziene RBD zal immers voorzien in de vrije keuze van de transactieverwerkende systemen. Het effect van deze maatregel kan nog worden versterkt door de parallelle toepassing van de mededingingsregels.

Geïntegreerde en concurrerende EU-clearing- en afwikkelingsregelingen moeten hand in hand gaan met strikte normen inzake marktintegriteit en financiële stabiliteit. Daartoe moet eensgezindheid worden bereikt over een adequaat toezicht- en regelgevingskader voor de verrichters van clearing- en afwikkelingsdiensten. Vandaar het complementaire initiatief van effectentoezichthouders en centrale banken om gemeenschappelijke normen uit te werken. De toepassing van dergelijke normen zou immers reeds een groot deel van de terughoudendheid van toezichthouders tegenover het beroep op systemen in andere lidstaten kunnen wegnemen. De vaststelling van gemeenschappelijke normen alleen kan echter onvoldoende blijken om een evenwichtig en stabiel kader voor het grensoverschrijdende gebruik van clearing- en afwikkelingssystemen tot stand te brengen. In dat geval kan worden overwogen een aantal hoofdbeginselen (met betrekking tot bijvoorbeeld relevante functies, de vergunningverlening aan dienstverrichters en het lopende toezicht) in communautaire wetgeving neer te leggen. Tegelijkertijd kunnen eventueel ook regels betreffende kapitaaltoereikendheid, wanbetaling en/of risicobeheersingstechnieken voor de betrokken instellingen worden vastgesteld.

In deze mededeling wordt niet ingegaan op de voordelen van de verschillende architecturen of modellen voor de verrichting van clearing- en afwikkelingsdiensten op pan-Europees niveau. De keuze van de architectuur moet immers aan de markt worden overgelaten, waarbij deze evenwel rekening moet houden met rechtmatige doelstellingen van algemeen belang (zoals bv. effectieve mededinging, adequate bescherming van de belegger en een tot een minimum beperkt systeemrisico). Het komt er daarentegen in de eerste plaats op aan een omgeving tot stand te brengen waarin de marktkrachten de meest geschikte architectuur voor een efficiënte clearing- en afwikkelingsinfrastructuur voor de EU opleveren.

Deze mededeling vormt de aanzet om op EU-niveau een beleid ten aanzien van clearing en afwikkeling uit te stippelen. Belanghebbenden kunnen tot uiterlijk 31 augustus 2002 reageren. Eventuele reacties dienen te worden gericht aan DG MARKT F2, Europese Commissie, B-1049 Brussel. E-mailadres: markt-clearing-settlement@cec.eu.int

I. INLEIDING

Efficiënt functionerende en structureel gezonde financiële markten zijn concurrerder en oefenen een grotere aantrekkingskracht uit op emittenten en beleggers uit de hele wereld¹. Om de concurrentie op wereldniveau aan te kunnen, moet de financiële markt van de EU diep, liquide, efficiënt, veilig, transparant en kosteneffectief zijn. De aantrekkelijkheid van een markt wordt niet alleen beoordeeld op grond van de directe kosten van het gebruik van markten en systemen, maar ook op basis van de geboden functionaliteiten en in het licht van minder directe overwegingen, zoals een efficiënt gebruik van zekerheden. Wanneer de kosten van het gebruik van Europese clearing- en afwikkelingssystemen te hoog uitvallen, of wanneer de infrastructuur de gewenste functionaliteit niet biedt, dan is het niet uitgesloten dat marktdeelnemers ervan afzien op die markten te beleggen of daarentegen gebruik maken van andere, potentieel risicovollere methoden voor de definitieve afhandeling van hun grensoverschrijdende transacties. Het moge duidelijk zijn dat beleggers ongehinderde toegang moeten hebben tot de markten waarop zij wensen te beleggen. Zo moeten zij in staat zijn door instellingen uit om het even welke lidstaat uitgegeven effecten tegen redelijke kosten te kopen en aan te houden. De buitensporige kosten die aan grensoverschrijdende transacties verbonden zijn, dienen te worden geëlimineerd en de juridische of andere risico's die aan een inefficiënte clearing en afwikkeling te wijten zijn, moeten tot een minimum worden beperkt teneinde binnen de EU tot een waarlijk eengemaakte effectenmarkt te komen.

Onlangs is meer inzicht verkregen in de aard van de problemen die zich op dit gebied kunnen voordoen. Zo is het thema "clearing en afwikkeling" indirect aan de orde gekomen in de twee raadgevingen die door de Commissie zijn georganiseerd met het oog op de actualisering van de RBD. In het eerste verslag van de groep Giovannini² wordt het huidige Europese clearing- en afwikkelingslandschap³ beschreven en in een later dit jaar te verschijnen verslag zullen de mogelijke ontwikkelingen in de clearing- en afwikkelingsarchitectuur onder de loep worden genomen. De Groep van Dertig (G30)⁴ werkt momenteel aan aanbevelingen om tot optimaal werkende clearing- en afwikkelingssystemen te komen waaraan zo weinig mogelijk risico's verbonden zijn. Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) en het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER) hebben een gezamenlijke werkgroep opgezet om kwesties van gemeenschappelijk belang op het gebied van clearing en afwikkeling te bespreken⁵. Zo overleggen zij met name over de invoering van gemeenschappelijke normen voor clearing- en afwikkelingsinstellingen in Europa, welke gebaseerd zijn op de CPSS-IOSCO⁶ aanbevelingen⁷ en op de door de *European Association of Central Counterparty Clearing Houses* (EACH) opgestelde standaarden voor risicobeheersing.

¹ De Europese Raad van Lissabon heeft benadrukt dat het belangrijk is vóór 2005 in de Unie een volledig geïntegreerde en efficiënt werkende interne financiële markt tot stand te brengen. Ook in de conclusies van de Europese Raad van Stockholm wordt onderstreept dat de financiële markten een cruciale rol spelen in de economie van de Europese Unie.

² Een werkgroep van deskundigen die de Commissie van advies dient over vraagstukken die met de kapitaalmarkt verband houden.

³ "*Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*", november 2001, *European Commission Economic Paper* nr. 163, in te kijken op het volgende adres: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

⁴ Een raadgevende groep op hoog niveau voor internationale economische en monetaire zaken.
⁵ De Commissie heeft de status van waarnemer in de werkgroep.

⁶ *Committee on Payments and Settlements Systems* van de centrale banken van de G10 en *International Organisation of Securities Commissions*.

⁷ "*Recommendations for Securities Settlement Systems*", verslag van de Task Force effectenafwikkelingssystemen van CPSS-IOSCO, november 2001. Deze aanbevelingen zijn door

Uitgaande van de informatie die de diverse bovengenoemde initiatieven hebben opgeleverd, wordt in dit raadplegingsdocument het algemene Commissiebeleid ten aanzien van clearing en afwikkeling toegelicht. Tevens wordt een aantal mogelijke vervolgmataregelen geschetst. Er worden opmerkingen ingewacht van het Europees Parlement en de Raad, de nationale regelgevende en toezichthoudende autoriteiten, andere communautaire en nationale organisaties en verenigingen, marktdeelnemers, institutionele beleggers, infrastructuurverschaffers en alle overige belanghebbenden. Daarbij kan worden gereageerd op de algemene beleidsaanpak en op de specifieke vragen die in het document worden gesteld.

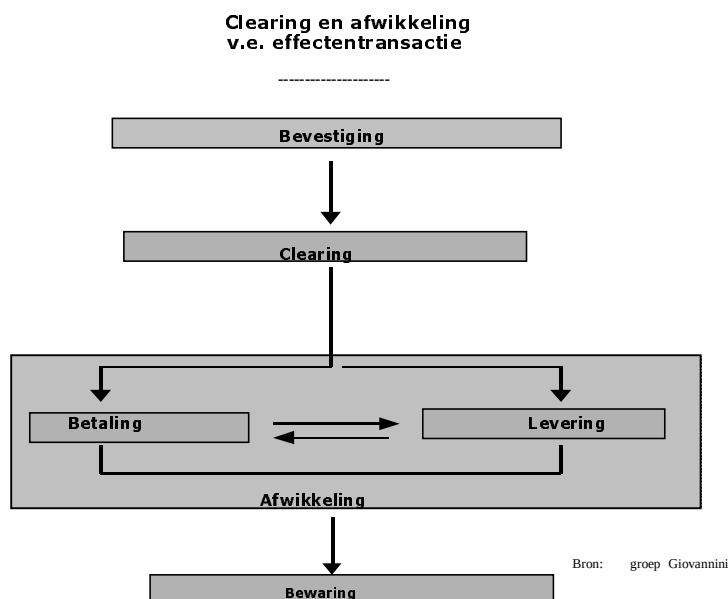
II. WAT IS CLEARING EN AFWIKKELING & WAT IS HET BELANG ERVAN?

De clearing- en afwikkelingsfuncties vormen samen het proces waarbij effecten- of derivatentransacties definitief worden afgehandeld – zodat de koper in het bezit komt van het financiële instrument en de verkoper de overeenstemmende betaling ontvangt⁸. Gemeenzaam worden deze functies soms de "pijpleidingen" van de financiële markten genoemd. Het bovenbedoelde proces bestaat uit verschillende fasen, die niet noodzakelijkerwijze bij elke transactie worden doorlopen:

- *bevestiging* van de voorwaarden van een effectentransactie;
- berekening van de voor de betrokken partijen ontstane verplichtingen – het *clearing*proces, dat in netto- of brutoverplichtingen kan resulteren;
- tussen beide partijen bij een transactie kan zich een *centrale tegenpartij* plaatsen, die dan voor beide zijden van de transactie als wederpartij optreedt;
- *levering* van de betrokken effecten, vergezeld van een overeenstemmende *betaling*, om tot *afwikkeling* te komen.
- het bijhouden en beheren van effecten in *bewaring*;
- in voorkomend geval, *registratie* van het eigendomsrecht op de effecten in een wettelijk register.

centrale banken en effectentoezichthouders uit de gehele wereld aanvaard als minimumnormen voor systemen die een rol spelen bij de definitieve afhandeling van transacties.

⁸ Eenvoudigheidshalve wordt in deze mededeling de term "clearing en afwikkeling" in een zeer algemene betekenis gebruikt: hij omvat het hele scala aan activiteiten dat bij de definitieve afhandeling van een transactie een rol kan spelen.



Efficiënte processen voor de verwerking van transacties zijn van essentieel belang opdat marktdeelnemers – emittenten, beleggers en intermediairs – doelmatig op een geïntegreerde, EU-brede financiële markt actief kunnen zijn. De inspanningen ter verbetering van de pan-Europese clearing- en afwikkelingsregelingen moeten derhalve parallel verlopen met de tenuitvoerlegging van het Actieplan voor financiële diensten.

Bovendien zijn centrale-tegenpartij-, clearing- en afwikkelingssystemen belangrijk voor de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel: effectenafwikkelingssystemen zijn in het bezit van de activa die in betalingssystemen worden gebruikt als waarborg voor grote betalingen en die bij monetaire-beleidstransacties als zekerheden fungeren; bij de centrale tegenpartijen komen alle risico's samen van de markten waarop zij actief zijn. De gehanteerde risicobeheersingsmethoden en het algemene toezicht op deze systemen spelen derhalve een belangrijke rol bij het garanderen van de efficiëntie, liquiditeit, ordelijkheid en soliditeit van het financiële stelsel.

III. HUIDIGE SITUATIE

Belangstelling voor de ontplooiing van pan-Europese financiële activiteiten neemt toe

Marktdeelnemers dringen aan op een doelmatiger en goedkopere afhandeling van grensoverschrijdende transacties. Elke groep heeft andere wensen geuit. Grote banken en beleggingsondernemingen die op meerdere markten actief zijn, willen de in hun bezit zijnde effecten in één enkel systeem centraliseren om zo de zekerheden optimaal te benutten en de kosten tot een minimum te beperken. Institutionele beleggers willen tegen lagere kosten kunnen beleggen in een gediversifieerde portefeuille die uit de gehele EU afkomstige effecten bevat. Emittenten willen toegang tot diepe en liquide markten waarop zij probleemloos kapitaal kunnen aantrekken. Kleine beleggers willen toegang tot een zo breed mogelijk scala aan effecten, en dat tegen redelijke kosten en zonder al te veel extra verwickelingen. Om aan al deze wensen tegemoet te komen, moet het geheel van Europese systemen voor de sluiting en afhandeling van transacties tot een efficiënt en geïntegreerd netwerk worden omgevormd.

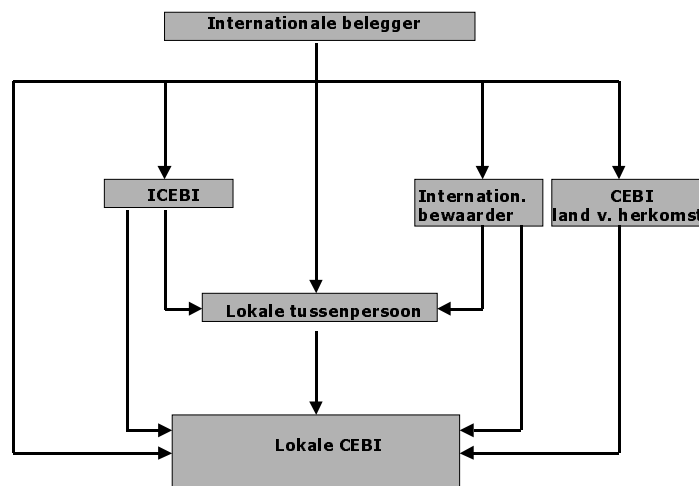
Op de binnenlandse markten werden alle beurstransacties in effecten traditioneel afgehandeld met behulp van het (de) syste(m)(en) dat (die) zich in hetzelfde land bevond(en) als dat waar de beurs gevestigd is. Vanwege een aantal factoren begint deze vroegere rechtlijnige relatie

barsten te vertonen. Het ledenbestand van de effectenbeurzen bestaat immers niet meer uitsluitend uit binnenlandse partijen. Bovendien worden sommige effecten thans verhandeld op meer dan één effectenbeurs of op andere, niet-binnenlandse handelsplatforms die een internationaal ledenbestand hebben en veelal in andere landen gevestigd zijn dan die waar de effecten worden verhandeld. Vandaar dat het traditionele model, waarbij de plaats van afwikkeling bepaald wordt door de locatie van de handel, niet langer voor alle marktdeelnemers de meest geschikte oplossing is.

Huidige EU-regelingen voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling zijn inefficiënt

De thans in de EU bestaande regelingen voor de afhandeling van effectentransacties zijn over het algemeen efficiënt op nationaal niveau, maar te complex en te duur voor een eengemaakte financiële markt die de hele Unie omspant. Ter illustratie wordt in onderstaand diagram de veelheid van kanalen getoond die worden gebruikt om toegang te krijgen tot afwikkelingssystemen in andere lidstaten.

Grensoverschrijdende afwikkeling



Bron: groep Giovannini

Deze *complexiteit* kan grotendeels worden toegeschreven aan fragmentatie, waarbij de mate van fragmentatie, en de daarmee overeenstemmende risico's en kosten, variëren naar gelang van het effect, de transactie en de verschillende toepasselijke nationale wetgevingen. Er bestaan tal van systemen met uiteenlopende specificaties en kenmerken, hetgeen de complexiteit doet toenemen van de technologie, koppelingen, kennis en opleiding die vereist zijn om in de EU grensoverschrijdende transacties te verrichten. Verschillende markt- en systeemregels, uiteenlopende lidmaatschapsvereisten en diverse nationale wettelijke voorschriften moeten allemaal worden begrepen en nageleefd om de veiligheid en het definitieve karakter van de transacties te garanderen.

De *kosten* voor het verrichten van effectentransacties in de EU zijn moeilijk te berekenen. Zij lopen uiteen naar gelang van het betrokken effect, het type transactie, de aard van de tegenpartij, de omvang van de transactie, de toepasselijke wetgevingen en de betrokken systemen. Recente studies bevestigen dat de kosten van de verwerking van een grensoverschrijdende effectentransactie in de EU waarbij meerdere systemen betrokken zijn, vele malen hoger liggen dan die van een vergelijkbare transactie op een nationale markt. Soms worden vergelijkingen gemaakt met de kosten van transactieverwerking in de VS, waar de kosten op de nationale markt eveneens lager uitvallen dan die welke aan

grensoverschrijdende transacties in de EU verbonden zijn. Deze hogere kosten in de EU omvatten niet alleen de directe, uit de deelneming aan systemen en transactieprovisies voortvloeiende kosten, maar ook minder goed waarneembare kosten. Beide soorten kosten kunnen worden teruggevoerd op belemmeringen die te wijten zijn aan de versnipperde infrastructuur van de financiële markten in de EU. In het verslag van de groep Giovannini is een lijst van dergelijke belemmeringen opgenomen.

Vigerende EU-wetgeving

De instrumenten die samen het in de EU geldende wettelijk kader voor clearing en afwikkeling vormen, zijn niet combineerbaar tot een allesomvattend kader dat het gehele spectrum van activiteiten en functies bestrijkt die bij de definitieve afhandeling van transacties komen kijken. Evenmin bestrijken zij alle categorieën instellingen die bij deze activiteiten betrokken zijn. Recentelijk beginnen instellingen bovendien hun traditionele, welomschreven rollen te doorbreken, hetgeen resulteert in een vervaging van de scheidingslijn tussen de activiteiten die de onderscheiden instellingen ontplooiën. Dit heeft op zijn beurt geleid tot pleidooien voor een "functionele benadering" van toezicht en regelgeving, waarbij het toezicht- en regelgevingsstelsel voor elke activiteit in het teken zou staan van de risico's die aan de activiteit verbonden zijn, veeleer dan van de categorie instelling die de activiteit uitoefent. Aldus zouden voor instellingen die dezelfde functies/diensten aanbieden, dezelfde rechten en verplichtingen gelden. De huidige EU-wetgevingsinstrumenten zijn de Finaliteitsrichtlijn, de bepalingen inzake de solvabiliteitsratio van de Coördinatierichtlijn bankrecht, de Richtlijn Kapitaaltoereikendheid (RKT) en, voor een deel, de Richtlijn Beleggingsdiensten (RBD). Voor een uitvoeriger beschrijving van het bestaande wettelijk kader, zie bijlage I.

Aan clearing- en afwikkelingsactiviteiten verbonden risico's

De risico's die uit de verschillende soorten transactieverwerkende activiteiten voortvloeien, moeten adequaat worden beheerd en bewaakt. In grensoverschrijdend opzicht zijn niet alleen de technische capaciteit en de risicobeheersing van de systemen zelf van cruciaal belang, maar ook de technische koppelingen en de juridische banden tussen deze systemen⁹. De risico's houden verband, enerzijds, met de vraag of het in gebreke blijven van een deelnemer een domino-effect kan hebben op andere deelnemers of op het systeem zelf, en, anderzijds, met de potentiële consequenties van een storing in het systeem voor de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. Om die reden hechten de bevoegde autoriteiten het grootste belang aan kwesties op het gebied van de macrofinanciële stabiliteit, het markttoezicht en het bedrijfseconomisch toezicht op de centrale tegenpartij, de clearing- en afwikkelingsinstellingen zelf, alsook de leden daarvan. In een volledig geïntegreerd netwerk van transactieverwerkende diensten dat de gehele EU omspant, zullen de prudentiële en operationele risico's zeer complex zijn en tevens zorgvuldig moeten worden beheerd om de algemene integriteit van de clearing- en afwikkelingsinfrastructuur en, bij uitbreiding, het financiële stelsel als geheel te waarborgen.

⁹ In bijlage 4 van de aanbevelingen van de gezamenlijke Task Force van CPSS-IOSCO wordt beschreven hoe de afwikkeling van grensoverschrijdende transacties aanleiding kan geven tot het ontstaan van bijzondere risico's: de bewaarnemings- en juridische risico's worden groter naarmate het aantal betrokken tussenpersonen en toepasselijke wetgevingen toeneemt; het aan een specifieke overdracht verbonden risico wordt eveneens ongunstig beïnvloed wanneer de afwikkeling niet bij de uitgevende CEBI (centrale effectenbewaarinstelling) plaatsvindt of wanneer er sprake is van systeemoverschrijdende afwikkeling.

IV. EU-DOELSTELLINGEN

Er dienen twee belangrijke beleidsdoelstellingen te worden verwezenlijkt om een geïntegreerde EU-omgeving voor het verwerken van transacties tot stand te brengen. Ten eerste moeten de belemmeringen voor de definitieve afhandeling van grensoverschrijdende transacties worden opgeheven teneinde een efficiëntere grensoverschrijdende clearing en afwikkeling in de EU te bewerkstelligen.

Ten tweede moeten eventuele distorsies en beperkingen in de EU-omgeving voor het verwerken van transacties worden weggewerkt zodat de verschillende marktdeelnemers elkaar ongehinderd kunnen concurreren. De deelnemers die dezelfde functies aanbieden, moeten aan evenwaardige regels en verplichtingen onderworpen zijn en evenwaardige rechten genieten. De handels- en transactieverwerkende infrastructuur mag de activiteit niet afremmen of verstoren. Evenmin mogen er extra beperkingen worden gesteld aan de uitoefening van grensoverschrijdende (in tegenstelling tot binnenlandse) activiteiten.

Met bovenbeschreven beleidsdoelstellingen wordt beoogd de voorwaarden te scheppen voor een marktgedreven herstructureringsproces van de transactieverwerkende sector. Aan deze doelstellingen ligt een aantal beginselen ten grondslag: verruiming van de keuzemogelijkheden van de consument, bevordering van de mededinging, instandhouding van de financiële stabiliteit en bescherming van de belegger.

V. HOE DEZE DOELSTELLINGEN VERWEZENLIJKEN?

Deze doelstellingen kunnen worden gerealiseerd met behulp van een combinatie van de hierna beschreven maatregelen.

1. Opheffing van de belemmeringen voor de definitieve afhandeling van individuele grensoverschrijdende transacties

De eerste doelstelling behelst het uit de weg ruimen van de belemmeringen die kosten en risico's met zich meebrengen voor degenen die grensoverschrijdende transacties verrichten. In het verslag van de groep Giovannini worden deze belemmeringen ingedeeld in technische en met marktpraktijken samenhangende belemmeringen, met belastingprocedures verband houdende belemmeringen en juridische belemmeringen.

Technische en met marktpraktijken samenhangende belemmeringen

Sommige van deze belemmeringen zijn uitsluitend terug te voeren op technische vereisten, andere op marktpraktijken. De laatstgenoemde categorie is complexer, daar dergelijke belemmeringen soms in de wet zijn vervat, soms het gevolg zijn van beursregels en soms gewoon toe te schrijven zijn aan in een bepaalde lidstaat heersende gebruiken.

In bijlage II wordt een overzicht gegeven van de technische en met marktpraktijken samenhangende belemmeringen die in het verslag van de groep Giovannini zijn belicht; voorts wordt een reeks mogelijke acties voorgesteld om deze categorie belemmeringen aan te pakken. De verantwoordelijkheid om een oplossing te vinden voor de technologische en systeemgebonden problemen, berust in de eerste plaats bij de particuliere sector. Het is immers aan de markt om uit te maken welke combinatie van systemen, technologieën en/of koppelingen het best aan de behoeften voldoet. Initiatieven zoals de toepassing van communicatienormen en een harmonisatie van de systemen zouden bijdragen tot een grotere interoperabiliteit, hetgeen de interconnectie, concurrentie en integratie van deze systemen in de hand zou werken.

Voor het vergroten van de interoperabiliteit dient een uit drie fasen bestaand proces te worden doorlopen:

- definiëren van de diverse functies die bij de afhandeling van transacties komen kijken;
- ontwikkelen van gemeenschappelijke procedures en methoden voor elke schakel van de transactieketen (criteria voor het lidmaatschap, termijnen en tijdschema's voor de afwikkeling, verrekeningsprocedures en risicobeheersing);
- invoeren van geharmoniseerde communicatieverbindingen en -normen voor berichten.

Hoewel de technische kennis om de interoperabiliteit van de systemen te verzekeren reeds voorhanden is, zijn in de EU op dat terrein tot dusver nog maar weinig vorderingen gemaakt. Dit kan aan een aantal factoren worden toegeschreven. Ten eerste heeft de aanhoudende onzekerheid over het eindresultaat van het integratieproces geleid tot terughoudendheid om in verandering te investeren. Ten tweede hebben volgens sommigen ook de hardnekkige fiscale en juridische belemmeringen een ontmoedigende rol gespeeld. Het feit dat weinig of geen vooruitgang is geboekt, kan echter eveneens worden verklaard door de tegenstrijdigheid van de belangen van eigenaars, beheerders en gebruikers van de infrastructuur. Deze tegenstrijdigheid kan zich voordoen omdat de betrokken partijen op één of andere manier profijt trekken uit de huidige fragmentatie van de infrastructuur, of omdat degenen die de kosten van de technische ontwikkelingen dragen, niet degenen zijn die het meest bij die ontwikkelingen te winnen hebben.

Zowel de nationale als de communautaire autoriteiten moeten complementaire maatregelen nemen om dit marktfalen te corrigeren. In bijlage II wordt een aantal mogelijke acties opgesomd. Zo kunnen de nationale autoriteiten bijvoorbeeld de wettelijke restricties wegwerken en de emissieprocedures en de procedures voor *corporate actions* vereenvoudigen. Ook de door de gezamenlijke werkgroep van de ECB en het CEER ondernomen werkzaamheden om gemeenschappelijke beginselen en normen uit te werken, zullen de verschillen in de marktpraktijken helpen terugdringen.

Restricties ten aanzien van de plaats van afwikkeling, waardoor op meerdere systemen een beroep moet worden gedaan, worden in de antwoorden op de vragenlijst van de groep Giovannini als tweede belangrijkste belemmering bestempeld. In haar voorstellen voor de herziening van de Richtlijn Beleggingsdiensten¹⁰ heeft de Commissie daarom een bepaling opgenomen waarbij marktdeelnemers het recht wordt verleend de plaats van afwikkeling te kiezen. De toekenning van dit recht zou de instellingen in staat stellen zelf te bepalen waar zij hun transacties afwickelen en hun effecten aanhouden naar gelang van hun bedrijfsbehoeften. Zij kunnen er bijgevolg voor opteren hun effectenbezit te centraliseren in één 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. De Commissie dient tevens het nodige te doen om ervoor te zorgen dat het wettelijk kader voor effectentransacties de ontplooiing van grensoverschrijdende activiteiten in de hand werkt.

¹⁰ Het voorstel voor herziening van de RBD zou eind 2002 klaar moeten zijn. In maart werd een aanvang gemaakt met een nieuwe raadplegingsronde over dit voorstel.

Is de combinatie van de in bijlage II geschetste acties de beste benadering om deze categorie belemmeringen uit de weg te ruimen? Aan welke acties moet prioriteit worden verleend?

Fiscale belemmeringen

Verschillen in de op de nationale markten gevolgde procedures voor de heffing en terugbetaling van belastingen hebben directe gevolgen voor de grensoverschrijdende financiële activiteit. In het verslag van de groep Giovannini worden twee specifieke fiscale belemmeringen genoemd die in het bijzonder op de clearing en de afwikkeling van invloed zijn. Beide beperken het vermogen van instellingen om belastingdiensten te verlenen ongeacht in welk land zij gevestigd zijn. Sommige, maar niet alle nationale autoriteiten hebben reeds de restricties opgeheven ten aanzien van de categorieën instellingen die in hun land diensten mogen verrichten.

Sommige fiscale belemmeringen leveren algemenere en fundamenteelere problemen op voor de werking van de Europese financiële markten. Zo resulteren de complexiteit en de verscheidenheid van de procedures met betrekking tot de bronbelasting en de vermogenswinstbelasting in hogere kosten en vereisen zij tevens dat een beroep wordt gedaan op de diensten van intermediairs die met de plaatselijke situatie vertrouwd zijn. Het recente Commissievoorstel voor een richtlijn inzake de belastingheffing op spaargelden¹¹ bouwt voort op het beginsel van de informatie-uitwisseling tussen de lidstaten. Deze richtlijn zal minimumprocedures invoeren die door de uitbetalende instantie moeten worden toegepast voor de vaststelling van de identiteit en woonplaats van de uiteindelijke gerechtigden. Dit zal vermoedelijk leiden tot een verlichting van de administratieve lasten van de betrokken instellingen.

Meer in het algemeen loopt de fiscale behandeling van de verschillende categorieën transacties (zoals bijvoorbeeld leningen met zakelijke zekerheidsstelling, swaps en repo's) uiteen van lidstaat tot lidstaat. Deze discrepanties werpen weliswaar technische belemmeringen op, maar hebben in wezen geen gevolgen voor de clearing- en afwikkelingssystemen, behalve wanneer deze systemen worden gebruikt voor de tenuitvoerlegging van bovenbedoelde procedures.

De Commissie dient deze aspecten nader te onderzoeken om te voorkomen dat technische verschillen in fiscale procedures die eigen zijn aan de effectenmarkten, de marktdeelnemers blijven beletten hun optimale transactie- en beleggingsbeslissingen in praktijk te brengen. De werkzaamheden zijn reeds aangevat: zo heeft de Commissie in een mededeling aan de Raad en het Europees Parlement¹² de aandacht gevestigd op een aantal specifieke belastingbelemmeringen voor het ontplooiën van grensoverschrijdende economische activiteiten in de interne markt en een reeks doelgerichte corrigerende maatregelen voorgesteld. Eén van de vele problemen die in dit document worden aangekaart, zijn de mogelijke belemmeringen en distorsies die uit de dubbele-belastingverdragen kunnen voortvloeien.

¹¹ Voorstel voor een richtlijn van de Raad strekkende tot het garanderen van een effectieve belastingheffing op inkomsten uit spaargelden in de vorm van rente in de Gemeenschap.

¹² Naar een interne markt zonder belastingbelemmeringen, 23 oktober 2001 (COM(2001) 582 def.).

Juridische belemmeringen

De rechtsgrondslagen van clearing- en afwikkelingssystemen, van de deelneming aan deze systemen, alsook van het aanhouden en overdragen van effecten binnen deze systemen moeten degelijk en transparant zijn, zowel in geval van een normale gang van zaken als in geval van insolventie of wanbetaling. Dit is vooral van belang in de EU, waar het steeds vaker zal voorkomen dat de effecten, de tegenpartijen bij een transactie, het handelsplatform en de systemen voor de afhandeling van de transactie zich in verschillende rechtsgebieden bevinden. De belemmeringen waarop in het verslag van de groep Giovannini wordt gewezen, zijn het gevolg van de toepassing van collisieregels, verschillen in de wettelijke regelingen voor effecten en de overdracht ervan, en de behandeling van bilaterale verrekening.

Wetsconflicten

Er bestaat geen eenvormig wettelijk kader voor effectentransacties in de EU. Grensoverschrijdende transacties geven vaak aanleiding tot onzekerheid ten aanzien van het recht dat van toepassing is op transacties waarvoor de clearing of afwikkeling in andere rechtsgebieden plaatsvindt. Met de recente EU-wetgeving wordt beoogd meer rechtszekerheid te bieden bij het bepalen welk recht van de onderscheiden betrokken rechtsgebieden als het toepasselijke recht geldt.

De Finaliteitsrichtlijn en de voorgestelde Zekerhedenrichtlijn bevatten allebei bepalingen die afwijken van beginsel dat het toepasselijke recht het recht moet zijn van het land waar het effect (of het recht ten aanzien van dit effect) gelokaliseerd is. Krachtens deze bepalingen¹³ moet het effect daarentegen worden behandeld als zijnde gelokaliseerd in de lidstaat waar zich het register, de rekening of het systeem bevindt waarin dat effect geregistreerd is. Dit beginsel staat bekend onder de benaming PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*: de plaats waar de betrokken intermediair zich bevindt, is bepalend voor het toepasselijke recht). Deze in de Finaliteitsrichtlijn en de Zekerhedenrichtlijn vervatte bepalingen zijn echter slechts onder zeer bijzondere omstandigheden van toepassing: in het kader van de Finaliteitsrichtlijn gelden zij alleen voor effecten die als zakelijke zekerheden aan centrale banken en betalings- en afwikkelingssystemen zijn gesteld, en in de Zekerhedenrichtlijn alleen voor effecten die als zekerheden zijn verschaft. Het PRIMA-beginsel ligt eveneens ten grondslag aan het ontwerpverdrag van Den Haag inzake effecten die via een tussenpersoon worden aangehouden. Dit verdrag, dat naar verwachting in de loop van 2002 in definitieve vorm zal worden gegoten, heeft betrekking op het recht dat van toepassing is op de eigendomsrechten ten aanzien van effecten die via een tussenpersoon worden aangehouden, en zou de gevolgde aanpak in alle ondertekenende landen gelijktrekken. De Commissie staat achter het doel dat met de opstelling van het verdrag wordt nagestreefd en onderzoekt momenteel of het ontwerpverdrag in zijn huidige vorm verenigbaar is met de vigerende communautaire wetgeving. Het verdrag zou de wetgeving aanpassen aan de thans in Europa gangbare marktpraktijken, waarbij de locatie van de rekening waarop giraal overdraagbare effecten worden aangehouden, doorgaans wordt beschouwd als de locatie waar de effecten zich bevinden.

¹³ Artikel 9, lid 2, van de Finaliteitsrichtlijn en artikel 10 van de voorgestelde Zekerhedenrichtlijn.

Diversiteit van de wettelijke regelingen voor effecten en de overdracht ervan

In het licht van de sterk uiteenlopende wettelijke behandeling van effecten in de EU¹⁴ is gesteld dat bij het streven naar een optimale oplossing niet kan worden volstaan met het bieden van zekerheid wat de bepaling van het toepasselijke recht betreft, maar dat tevens een in de gehele Unie toegepaste, uniforme wettelijke behandeling van effecten moet worden ontwikkeld. Dit houdt in dat een specifiek wettelijk kader voor effecten – een "eenvormige effectencode" – tot stand wordt gebracht. Het zal echter niet makkelijk zijn om een dergelijk kader te ontwerpen, vooral voor aandelen vanwege de vele raakpunten met het eigendoms-, vennootschaps-, erfenis- en faillissementsrecht van de lidstaten. De Commissie is dan ook de mening toegedaan dat dit geen oplossing is waarover op korte termijn overeenstemming kan worden bereikt.

Zijn er, afgezien van de aanneming van het verdrag van Den Haag, nog andere maatregelen vereist om tot een effectieve oplossing van wetsconflicten in de EU te komen?

Volstaan deze maatregelen om de voornaamste juridische onzekerheden in verband met effectentransacties in de EU weg te nemen?

Indien dit niet het geval is, is het dan nodig of wenselijk een "effectencode" uit te werken die in een uniforme wettelijke behandeling van effecten in de gehele EU voorziet?

2. Wegwerken van distorsies en beperkingen in de EU-omgeving voor het verwerken van transacties

Ook de verwezenlijking van de tweede doelstelling is van essentieel belang om een omgeving tot stand te brengen die de verdere uitbreiding van de grensoverschrijdende activiteit in de hand werkt. Deze activiteit mag niet aan beperkingen onderhevig zijn, zonder dat daarom de marktintegriteit of de financiële stabiliteit in het gedrang worden gebracht. Daartoe is het noodzakelijk dat alle distorsies of verschillen in de behandeling van dezelfde activiteiten worden weggewerkt. Voorts moeten alle markten, infrastructuurverschaffers en marktdeelnemers toegang hebben tot alle benodigde systemen, ongeacht de locatie daarvan. Om tot volledig geïntegreerde markten te komen, moeten de toegangsrechten tot de systemen algemeen geldend, transparant, niet-discriminerend en bovenal effectief zijn. Deze maatregelen kunnen worden versterkt door de parallelle toepassing van de mededingingsregels.

Gelijke concurrentievoorwaarden voor clearing- en afwikkelingsinstellingen

De thans in de EU vigerende regelgeving is geënt op een traditionele institutionele benadering van de regulering en resulteert in een ongelijke behandeling van de clearing- en afwikkelingsactiviteit. Indien de in de Finaliteitsrichtlijn opgenomen bepalingen buiten beschouwing worden gelaten, vallen alleen de clearing- en afwikkelingsinstellingen waaraan een vergunning als bank of beleggingsonderneming is verleend onder de EU-wetgeving. Ter bevordering van de concurrentie tussen instellingen die overal in Europa dezelfde diensten aanbieden, is het van belang om gelijke concurrentievoorwaarden tot stand te brengen.

¹⁴ En het nog steeds toenemende aantal categorieën instrumenten die als effecten kunnen worden aangemerkt.

Eén van de thema's die in het kader van het herzieningsproces van de RBD is aangekaart, is de behandeling van bewaarders met een bankvergunning en van centrale effectenbewaarinstituten (CEBI's) die niet over een dergelijke vergunning beschikken. In het kader van de RBD wordt bewaarneming als een nevendienst aangemerkt, waardoor beleggingsondernemingen (en banken) met een paspoort om hoofddiensten te verrichten ook bewaarnemingsdiensten op grensoverschrijdende basis mogen aanbieden. Bewaarnemingsdiensten zijn ruim geïnterpreteerd en omvatten ook de afwikkeling van effectentransacties door middel van overboekingen tussen rekeningen bij eenzelfde bewaarder. Deze ruime interpretatie brengt derhalve met zich mee dat bewaarders met een vergunning als bank/beleggingsonderneming over een paspoort beschikken om in de gehele EU afwikkelingsdiensten te verrichten. CEBI's die noch banken, noch beleggingsondernemingen zijn, hebben dit recht niet. Naarmate de bewaarders hun scala aan activiteiten uitbreiden, begint echter de scheidingslijn te vervagen tussen de door bewaarders aangeboden diensten en die welke door afwikkelingssystemen worden verleend, waardoor de deelnemers aan deze systemen voor sommige diensten (zoals bijvoorbeeld *asset servicing*), als concurrenten van de systemen zelf kunnen worden beschouwd. Deze onevenwichtigheid in de regelgeving is in het licht gesteld in het kader van de raadpleging over de RBD en heeft geleid tot oproepen om een duidelijk wettelijk kader voor clearing- en afwikkelingsactiviteiten tot stand te brengen¹⁵.

Een ander aspect waarvoor de behandeling van banken/beleggingsondernemingen verschilt van die van niet-bancaire bewaarders en infrastructuurverschaffers, is dat van de kapitaaltoereikendheid. Momenteel kunnen twee instellingen die hetzelfde bedrijf uitoefenen, onder een verschillende regeling vallen waardoor zij zowel op nationaal als op communautair niveau verschillende verplichtingen en rechten kunnen hebben. Om tot gelijke concurrentievoorwaarden te komen, moeten dezelfde activiteiten op dezelfde wijze worden behandeld. Op EU-niveau is evenwel geen gemeenschappelijke definitie van transactieverwerkende activiteiten voorhanden waarop kan worden voortgebouwd om kapitaalvereisten vast te stellen of te bepalen hoe risicoposities op bepaalde instellingen moeten worden behandeld. In het in 1996 door het Bazelse Comité opgestelde document over de behandeling van multilaterale verrekening in het kader van het Kapitaalakkoord wordt een aantal "minimumnormen" voor clearinginstituten geformuleerd. De EU-wetgeving bevat evenwel geen gelijkwaardige normen waardoor tot een gemeenschappelijke benadering kan worden gekomen ten aanzien van de specifieke activiteiten die worden uitgeoefend en de risico's die daaraan verbonden zijn.

Vereist de totstandbrenging van gelijke concurrentievoorwaarden dat op EU-niveau gemeenschappelijke functionele definities van de clearing- en afwikkelingsactiviteiten worden opgesteld?

Op welke transactieverwerkende activiteiten moeten deze definities betrekking hebben?

De Finaliteitsrichtlijn voorziet in de bescherming van de overdracht van zakelijke zekerheden die in verband met de deelneming aan een systeem zijn gesteld. Daaronder vallen ook overdrachten aan centrale tegenpartijen of clearinginstituten. Sommigen beweren evenwel dat

¹⁵ In tal van reacties die op de vragenlijst van de groep Giovannini en in het kader van de RBD-raadpleging zijn ontvangen, wordt aangedrongen op gemeenschappelijke EU-beginselen voor de vergunningverlening, het toezicht en de kapitaaltoereikendheid van clearinginstituten. Deze gemeenschappelijke beginselen zouden resulteren in gelijke concurrentievoorwaarden voor clearinginstituten en tegelijkertijd het risico van regelgevingsarbitrage door de marktdeelnemers tot een minimum beperken.

de tenuitvoerlegging van de richtlijn niet tot de gewenste uniforme Europese benadering heeft geleid van het concept "definitief karakter" en van het geheel van de risico's die aan de werking van of de deelneming aan systemen verbonden zijn. De Commissie wordt geacht bij het Europees Parlement en de Raad een verslag over de toepassing van deze richtlijn in te dienen. Te dien einde heeft zij opdracht gegeven tot het verrichten van een studie, waarvan de resultaten in 2003 beschikbaar zullen komen.

Recht op toegang tot en vrije keuze van clearing- en afwikkelingsprocessen

Bestaande wetgeving

Krachtens de RBD kan leden op afstand van gereguleerde markten toegang worden geboden tot de clearing- en afwikkelingssystemen van deze markten. Clearing- en afwikkelingssystemen kunnen bijgevolg leden uit andere lidstaten accepteren en doen dat ook. De lidmaatschapscriteria vormen de eerste verdedigingslijn waarover een systeem beschikt om de risico's onder controle te houden. Instellingen die rechtstreeks lid willen worden, moeten dan ook aantonen dat zij technisch, financieel en juridisch in staat zijn hun verplichtingen na te komen. De door het systeem gehanteerde lidmaatschapscriteria moeten echter redelijk, objectief en transparant zijn en uniform worden toegepast. Er mag meer in het bijzonder geen sprake zijn van discriminatie – ook niet wat de geboden functionaliteiten betreft – op grond van de categorie of locatie van de instelling die het lidmaatschap aanvraagt.

Voorstellen voor de herziening van de RBD

In de voorstellen betreffende clearing en afwikkeling die in maart 2002 in het kader van de herziening van de RBD zijn gedaan, zou zowel de markten als de beleggingsondernemingen een zekere keuzevrijheid worden geboden bij het routeren van transacties voor de clearing en/of afwikkeling ervan. Bij buitenbeurstransacties zouden de marktdeelnemers gebruik mogen maken van in andere lidstaten gelokaliseerde clearingfaciliteiten met een centrale tegenpartij en tevens het recht hebben de plaats van afwikkeling van hun transacties te kiezen, op voorwaarde evenwel dat de nodige koppelingen bestaan om op het door hen gekozen systeem een beroep te doen. Gereguleerde markten zou de mogelijkheid worden geboden om voor sommige of alle transacties gebruik te maken van de diensten van in andere lidstaten gevestigde centrale tegenpartijen, mits de voor het markttoezicht bevoegde autoriteit daarmee instemt.

Aan de huidige voorstellen inherente beperkingen

Noch de bestaande RBD, noch de voorstellen voor de herziening ervan voorzien in een werkelijk algemeen toegangs- en keuzerecht. Zij beperken er zich daarentegen toe sommige van de restricties betreffende de plaats van afwikkeling op te heffen waarmee deelnemers worden geconfronteerd, maar verlenen centrale tegenpartijen en centrale effectenbewaarinstellingen niet het overeenkomstige recht om lid te worden van andere clearing- en afwikkelingssystemen. De EU-wetgeving kan als instrument worden gebruikt om het toegangs- en keuzerecht in te voeren voor alle categorieën instellingen die bij het clearing- en afwikkelingsproces zijn betrokken. Het verdient evenwel aanbeveling na te gaan of het omwille van de efficiëntie of de beheersing van de risico's niet aangewezen is vast te houden aan de gebruikelijke routing van transacties naar centrale tegenpartijen.

Moet van de EU-wetgeving gebruik worden gemaakt om een algemeen toegangs- en keuzerecht in te voeren voor alle schakels van de transactie- en afwikkelingsketen?

Dit toegangs- en keuzerecht zal pas in een sterkere integratie en een scherpere concurrentie resulteren als het ook daadwerkelijk kan worden uitgeoefend. Afgezien van de technische, operationele en juridische vraagstukken die hierboven werden belicht, heerst er ook enige bezorgdheid omtrent de houding van de nationale toezichthouders. Deze zouden immers het recht hebben bezwaar te maken op grond van mogelijke negatieve gevolgen voor de goede werking van de markt. Aangezien er geen algemeen gangbare normen voor de vergunningverlening aan en het toezicht en de controle op dergelijke systemen voorhanden zijn, kunnen sommige nationale autoriteiten weigerachtig staan tegenover het beroep op systemen uit andere landen voor de afhandeling van transacties die op hun markten zijn gesloten of waarbij binnenlandse instellingen en beleggers zijn betrokken. Om arbitraire toegangs- en keuzebeperkingen te vermijden, is er derhalve behoefte aan gemeenschappelijke en objectieve criteria waarop toezichthouders zich kunnen baseren om de aan de verschillende systemen en koppelingen verbonden risico's te evalueren.

Door welke factoren moeten markttoezichthouders zich laten leiden bij hun besluit om toe te staan dat op een systeem uit een andere lidstaat een beroep wordt gedaan?

Uitstippeling van een gemeenschappelijke benadering van het toezicht

Momenteel bestaat er in de EU geen gemeenschappelijke benadering van het toezicht op centrale tegenpartijen, afwikkelingssystemen en bewaarders. Opdat de interconnectie en de consolidatie van systemen in Europa ongehinderd doorgang kunnen vinden, verdient het aanbeveling zich nu al te buigen over de problemen die daarbij voor de toezichthoudende autoriteiten kunnen rijzen om te voorkomen dat verschillen in nationale toezichtmethoden de marktontwikkeling afremmen.

Thans worden de grensoverschrijdende samenwerking en communicatie tussen autoriteiten die bevoegd zijn voor een systeem of de deelnemers daaraan, direct tussen de betrokken autoriteiten geregeld wanneer zich fusies voordoen of gemeenschappelijke ondernemingen worden opgericht. Naarmate de grensoverschrijdende fusies en banden toenemen, zullen ook de toezichthouders het moeilijker krijgen om op een efficiënte manier toezicht op de clearing- en afwikkelingsfuncties uit te oefenen. Het wordt steeds belangrijker dat duidelijkheid bestaat over de toepasselijke toezichtregeling (d.w.z. welke van de verschillende autoriteiten die eventueel bij de grensoverschrijdende clearing en afwikkeling betrokken zijn, bevoegd is voor het toezicht op de grensoverschrijdende activiteit in kwestie).

De in het kader van de gezamenlijke werkgroep van de ECB en het CEER ondernomen werkzaamheden om tot een gemeenschappelijke benadering te komen ten aanzien van een breed scala aan aspecten die met deze systemen verband houden, kunnen alleen maar leiden tot een betere beeldvorming van het huidige landschap en tot een grotere convergentie van de standpunten ten aanzien van de met de verschillende systemen en activiteiten verband houdende kwesties die bijzonder gevoelig liggen bij de toezichthouders. De werkgroep heeft ook een raadpleging georganiseerd en zal met de ontvangen reacties rekening houden bij de eventuele aanpassing van de aanbevelingen van CPSS/IOSCO aan de Europese situatie.

Het is evenwel niet uitgesloten dat de vaststelling van gemeenschappelijke normen voor de sector en/of het toezicht niet volstaat om een evenwichtig en stabiel kader voor het grensoverschrijdende gebruik van clearing- en afwikkelingssystemen tot stand te brengen.

Deze normen kunnen ruimte blijven laten voor het opleggen van beperkingen voor de uitoefening van het toegangs- en keuzerecht. In dat geval kan eventueel worden overwogen een aantal hoofdbeginselen in een communautair wetgevingsinstrument neer te leggen. Dit instrument zou de vorm kunnen aannemen van een kaderrichtlijn die betrekking heeft op voor de betrokken instellingen relevante aspecten zoals vergunningverlening, toezicht, risicomanagementtechnieken, wanbetaling en kapitaaltoereikendheid.

Is er behoefte aan communautaire kaderwetgeving voor deze functies?

Zo ja, welke specifieke aspecten moeten door deze wetgeving worden bestreken?

Concurrentiebeleid

De concurrentie tussen ondernemingen die clearing- en afwikkelingsdiensten verrichten, zal aanvankelijk het sterkst in de hand worden gewerkt door maatregelen die de open toegang tot en de interoperabiliteit van de netwerken verzekeren. Ook een parallelle toepassing van de mededingingsregels is echter onontbeerlijk.

De artikelen 81, 82 en 86 van het Verdrag (de EU-mededingingsregels) zijn van toepassing op ondernemingen uit alle sectoren van de economie en dus ook op die uit de clearing- en afwikkelingssector.

Artikel 81 verbiedt alle overeenkomsten tussen ondernemingen welke de handel tussen lidstaten ongunstig kunnen beïnvloeden en ertoe strekken of ten gevolge hebben dat de mededinging wordt verhinderd, beperkt of vervalst. Afgezien van bepaalde "hardcore beperkingen", zoals het bepalen van aan- of verkoopprijzen, het verdelen van de markten en het beperken van de productie, zijn overeenkomsten slechts in strijd met artikel 81 wanneer zij zijn aangegaan door ondernemingen met voldoende marktmacht om negatieve markteffecten teweeg te brengen. Artikel 82 legt bijzondere verplichtingen op aan ondernemingen die een machtspositie bezitten op een markt. Efficiënt geleide ondernemingen slagen er veelal in sterke marktposities uit te bouwen, waardoor zij uiteindelijk over aanzienlijke marktmacht kunnen beschikken. Het is op zich niet verwerpelijk een machtspositie te bezitten, mits deze het gevolg is van de eigen efficiëntie van de onderneming. Wanneer de onderneming deze machtspositie echter uitbuit om de concurrentie de kop in te drukken, dan is er sprake van een concurrentieverstorende situatie die kan worden aangemerkt als een misbruik in de zin van artikel 82 van het Verdrag.

Overeenkomstig artikel 86 moet de Commissie erover waken dat de lidstaten (alook de betrokken ondernemingen) zich aan de communautaire mededingingsregels houden wanneer zij bijzondere of uitsluitende rechten aan ondernemingen verlenen.

De diensten van de Commissie hebben een aanvang gemaakt met een diepgaand onderzoek *ex officio* van de clearing- en afwikkelingssector. Dit onderzoek richt zich op de marktdeelnemers, met inbegrip van banken, handelsplatforms en clearing- en afwikkelingssystemen. Doel ervan is zich ervan te vergewissen dat de mededingingsregels van de Gemeenschap in deze belangrijke sector wel degelijk worden nageleefd.

De Commissie heeft reeds een aantal mogelijke concurrentieproblemen op het gebied van de clearing en afwikkeling onderkend:

- ten eerste zouden volgens sommige marktdeelnemers bepaalde afwikkelingssystemen discriminerende prijzen opleggen en ongelijke voorwaarden bij gelijkwaardige prestaties toepassen;
- ten tweede is het niet uitgesloten dat tussen beurzen en clearing- en afwikkelingssystemen exclusieve regelingen bestaan die de mededinging bij de verlening van clearing- en afwikkelingsdiensten beperken;
- ten derde hebben sommige marktdeelnemers gewezen op het risico dat buitensporige kosten worden aangerekend voor clearing- en afwikkelingsdiensten wanneer i) het clearing- en/of afwikkelingssysteem in handen is van een handelsplatform en ii) de clearing en/of afwikkeling van op dat platform gesloten transacties binnen dat systeem moet geschieden ("verticale silo").

In het kader van de procedure *ex officio* zal worden nagegaan of deze problemen zich daadwerkelijk voordoen, en zo ja, of zij door de toepassing van de EU-mededingingsregels kunnen worden verholpen.

VI. VOLGENDE STAPPEN

In deze mededeling wordt een aantal sterk met elkaar verband houdende dossiers belicht en wordt een overzicht gegeven van de momenteel in Europa aan de gang zijnde werkzaamheden op het gebied van deze dossiers. Tevens wordt het huidige standpunt van de Commissie terzake uiteengezet en wordt gevraagd suggesties te doen in verband met de beste strategie voor de toekomst.

Tot 31 augustus 2002 kan worden gereageerd, zowel op het document als geheel, als op de specifieke vragen die in de tekst worden gesteld. Duidelijkheidshalve worden deze vragen hierna nog eens herhaald.

Na het bestuderen van de reacties op deze raadpleging zal de Commissie in een betere positie verkeren om uit te maken welke acties op dit terrein geboden zijn. Zo zou het noodzakelijk kunnen blijken verdere wetgevingsmaatregelen te nemen om de rechtszekerheid van effectentransacties te verbeteren, of een kaderrichtlijn voor te stellen waarin de functies en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening van clearing- en afwikkelingsinstellingen worden vastgelegd.

Tegelijkertijd zal nog een aantal andere initiatieven voor stof voor discussie zorgen:

- de groep Giovannini zal een tweede verslag publiceren waarin zal worden aangegeven welke maatregelen volgens haar prioriteit genieten en welke de mogelijke modellen voor de toekomst zijn;
- de Groep van 30 zal aanbevelingen formuleren om de internationale clearing- en afwikkelingsomgeving te verbeteren;
- de gezamenlijke werkgroep van de ECB en het CEER zal haar werkzaamheden op het gebied van de harmonisatie van toezicht en *oversight* voortzetten.

Al deze bijdragen en de reacties op deze mededeling moeten de Commissie in staat stellen tot een weloverwogen besluit te komen over de te nemen vervolgmaterieën. Omstreeks eind 2002 zal de Commissie een document publiceren waarin een overzicht zal worden gegeven van de resultaten van zowel deze beleidsevaluatie als van het raadplegingsproces, en waarin tevens zal worden uiteengezet welke verdere initiatieven zij voornemens is te ontplooien.

Vragen waarop een specifiek antwoord wordt verwacht

Is de combinatie van de in bijlage II geschetste acties de beste benadering om deze categorie belemmeringen uit de weg te ruimen? Aan welke acties moet prioriteit worden verleend?

Zijn er, afgezien van de aanneming van het verdrag van Den Haag, nog andere maatregelen vereist om tot een effectieve oplossing van wetsconflicten in de EU te komen? Volstaan deze maatregelen om de voornaamste juridische onzekerheden in verband met effectentransacties in de EU weg te nemen?

Indien dit niet het geval is, is het dan nodig of wenselijk een "effectencode" uit te werken die in een uniforme wettelijke behandeling van effecten in de gehele EU voorziet?

Vereist de totstandbrenging van gelijke concurrentievoorwaarden dat op EU-niveau gemeenschappelijke functionele definities van de clearing- en afwikkelingsactiviteiten worden opgesteld? Op welke transactieverwerkende activiteiten moeten deze definities betrekking hebben?

Moet van de EU-wetgeving gebruik worden gemaakt om een algemeen toegangs- en keuzerecht in te voeren voor alle schakels van de transactie- en afwikkelingsketen?

Door welke factoren moeten markttoezichthouders zich laten leiden bij hun besluit om toe te staan dat op een systeem uit een andere lidstaat een beroep wordt gedaan?

Is er behoefte aan communautaire kaderwetgeving voor deze functies? Zo ja, welke specifieke aspecten moeten door deze wetgeving worden bestreken?

BIJLAGE I: BESTAANDE EU-WETGEVING

Het huidig wettelijk kader is hoofdzakelijk samengesteld uit de Finaliteitsrichtlijn, de bepalingen inzake de solvabiliteitsratio van de Coördinatierichtlijn bankrecht, de Richtlijn Kapitaaltoereikendheid (RKT) en, indirect, de Richtlijn Beleggingsdiensten (RBD).

Finaliteitsrichtlijn (Richtlijn 98/26/EG). Deze richtlijn heeft tot doel het systeemrisico bij de deelneming aan betalings- en effectenafwikkelingssystemen, en met name het risico voortvloeiend uit de insolventie van een deelnemer aan het systeem, terug te dringen. Hiertoe bepaalt zij dat overboekingsopdrachten en verrekening een definitief karakter hebben en onherroepelijk zijn, dat insolventieprocedures geen terugwerkende kracht hebben, welk insolventierecht van toepassing is op de vorderingen en verplichtingen in een betalings- en effectenafwikkelingssysteem, dat in verband met deelneming aan een systeem gestelde zakelijke zekerheden van insolventieprocedures worden afgeschermd, en welk recht van toepassing is op grensoverschrijdende zekerheidsstelling.

Coördinatierichtlijn bankrecht/Richtlijn Kapitaaltoereikendheid (Richtlijnen 93/6/EEG, 98/31/EG en 98/33/EG). Twee aspecten van deze richtlijnen – en van de eventuele toekomstige herzieningen ervan – zijn relevant voor clearing- en afwikkelingsinstellingen, namelijk de behandeling van risicoposities op centrale tegenpartijen, afwikkelingssystemen en bewaarders, alsook de voor deze instellingen zelf geldende kapitaalvereisten.

In artikel 2, punt 9, van Richtlijn 93/6/EEG is het volgende bepaald: "Aan [...] risicoposities op erkende clearinginstellingen en beurzen wordt [...] dezelfde wegingsfactor toegekend als die welke wordt toegekend wanneer de tegenpartij in kwestie een kredietinstelling is." Er bestaat geen gemeenschappelijke EU-definitie van een "erkende clearinginstelling". Richtlijn 98/33/EG verleent de bevoegde autoriteiten van de lidstaten (tot 31 december 2006) het recht OTC-contracten van het vereiste voor het tegenpartijrisico vrij te stellen wanneer een beroep wordt gedaan op een clearinginstituut dat als centrale tegenpartij optreedt en wanneer alle actuele en toekomstige risicoposities dagelijks volledig met zakelijke zekerheden worden afgedekt. Het is niet duidelijk of de bovenbeschreven vrijstelling ook geldt voor instellingen uit een andere lidstaat dan die waar aan de centrale tegenpartij vergunning is verleend.

Er worden geen bijzondere kapitaalvereisten opgelegd aan instellingen die centrale-tegenpartijdiensten verrichten. Sommige Europese centrale tegenpartijen zijn echter banken en vallen derhalve onder het toepassingsgebied van de bankwetgeving. In Europa hanteren centrale tegenpartijen een aantal verschillende modellen om ervoor te zorgen dat zij over toereikende middelen van liquide aard en goede kwaliteit beschikken om de door hen gelopen risico's af te dekken.

Directe vorderingen op afwikkelingssystemen komen gewoonlijk alleen voor wanneer het betrokken systeem ook als bank optreedt. In dat geval worden deze directe vorderingen behandeld als vorderingen op om het even welke andere gewone bank. Wat de kapitaalvereisten voor de systemen zelf betreft, zouden alleen de systemen met een vergunning als bank of beleggingsonderneming aan kapitaalvereisten onderworpen zijn. Zoals hierboven evenwel is opgemerkt, hebben niet-bancaire systemen geen risicoposities op hun leden en lopen zij derhalve geen tegenpartijrisico.

Richtlijn Beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG). De RBD kent beleggingsondernemingen (en banken) waaraan vergunning is verleend, een Europees paspoort toe dat hen overal in de EU rechtstreekse of middellijke toegang biedt tot de clearing- en afwikkelingsfuncties die de leden van gereguleerde markten ter beschikking staan.

Met het voorstel voor een *Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten* (COM(2001) 168 def.) [, waarover de Raad op 13 december 2001 een beginselakkoord heeft bereikt,] wordt beoogd de belangrijkste problemen op te lossen die rijzen bij het grensoverschrijdend gebruik van zakelijke zekerheden in financiële wholesalemarkten. De richtlijn voert een efficiënte en eenvoudige communautaire regeling in voor de sluiting van zekerheidsovereenkomsten, waardoor marktdeelnemers in staat worden gesteld overal in de EU onder dezelfde voorwaarden dergelijke overeenkomsten aan te gaan. Het richtlijnvoorstel beschermt zekerheidsovereenkomsten in beperkte mate af van sommige voorschriften van het insolventierecht. Het schept meer rechtszekerheid ten aanzien van de grensoverschrijdende verschaffing van zakelijke zekerheden in de vorm van giraal overdraagbare effecten doordat het voorziet in de uitbreiding van de reeds in de Finaliteitsrichtlijn neergelegde beginselen om te bepalen waar dergelijke effecten gelokaliseerd zijn. Ten slotte beperkt het voorstel de formaliteiten voor het tot stand komen en afdwingen van zekerheidsovereenkomsten. De verlichting van de administratieve lasten zal tevens resulteren in een hogere efficiëntie van de grensoverschrijdende transacties van centrale banken en betalings- en effectenafwikkelingssystemen welke vallen onder de Finaliteitsrichtlijn, waarin deze materie niet wordt behandeld.

**BIJLAGE II: MOGELIJKE ACTIES VOOR HET AANPAKKEN VAN TECHNISCHE
EN MET MARKTPRAKTIJKEN SAMENHANGENDE BELEMMERINGEN**

In het verslag van de groep Giovannini geïdentificeerde belemmeringen	Mogelijke initiatieven van de particuliere sector	Mogelijke reacties van de nationale instanties	Mogelijke gecoördineerde acties op EU-niveau
Verschillen in IT-normen en – interfaces	Invoering van EU-normen voor de communicatie tussen systemen of tussen systemen en hun leden (ISO 15022)		Opneming van deze communicatienormen in EU-aanbevelingen Vaststelling van een uiterste termijn voor de toepassing van normen voor de werking van het Eurosysteem
Nationale restricties waardoor op meerdere systemen een beroep moet worden gedaan		Maatregelen die de in de nationale wetgeving vervatte restricties opheffen Coördinatie/informatie-uitwisseling met de overige lidstaten ter vergemakkelijking van het grensoverschrijdende beroep	Versterking van het toegangs- en keuzerecht via internemarkt-wetgeving (bv. RBD) Uitstippelen van een gemeenschappelijke aanpak voor het systeemtoezicht ter vergemakkelijking van het grensoverschrijdende beroep
Verschillen in regels en procedures voor <i>corporate actions</i>	Standaardisering van de communicatie tussen CEBI's (ISO 15022)	Maatregelen ter vereenvoudiging van de procedures (bv. minder behoefte aan materiële documentatie).	
Geen definitieve transactieafhandeling gedurende de dag tussen systemen	Verzekering van definitieve transactieafhandeling gedurende de dag op het niveau van de koppelingen tussen systemen		
Belemmeringen voor toegang op afstand	Invoering door de systemen van transparante en niet-discriminerende toegangs-criteria. Alle leden moeten dezelfde faciliteiten genieten, waar zij ook gelokaliseerd zijn	Opheffing van juridische belemmeringen voor de uitoefening van het recht van toegang op afstand	Vergemakkelijken van de toegang tot systemen (bv. via de RBD) Vaststelling van gemeenschappelijke beginselen die de toegang tot systemen regelen
Nationale verschillen in afwikkelingsperioden	Harmonisatie		Bevordering van de harmonisatie door de publicatie van aanbevelingen/normen

Nationale verschillen in openingsuren/afwikkelingstermijnen	Harmonisatie van openingsuren, harmonisatie en transparantie van termijnen		ECB-normen schrijven conformiteit met TARGET voor Normen/aanbevelingen van de EU met het oog op de uitbreiding van de werkingssfeer?
Verschillen in emissiepraktijken	Ontwikkeling van intra-dagkoppelingen, standaardisering van de communicatie (ISO 6166)	Bestuderen van emissiepraktijken en vereenvoudiging van de procedures, bv. voor de toekenning van ISIN's	Opneming van communicatienormen in EU-aanbevelingen
Beperkingen op de locatie van effecten		Maatregelen tot opheffing van de wettelijke beperkingen die de plaats van emissie/registratie koppelen aan de plaats van afwikkeling	Vergemakkelijken van de keuze van de plaats van afwikkeling via de RBD Versterking van het wettelijk kader voor de overdracht van effecten in de EU
Restricties op de activiteit van <i>primary dealers</i> en <i>market makers</i>		Nagaan of het nog wenselijk is deze restricties in een geïntegreerde markt te handhaven en deze, indien mogelijk, opheffen	Vergemakkelijken van de keuze van de plaats van afwikkeling via de RBD Versterking van het wettelijk kader voor de overdracht van effecten in de EU