

# DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

## DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS UDTALELSE

af 17. marts 2005

efter anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om forslag til Rådets afgørelse om underskrivelse af Haag-konventionen om, hvilken lov der skal anvendes på visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand (KOM(2003) 783 endelig)

(CON/2005/7)

(2005/C 81/08)

### Indledning

1. Den Europæiske Centralbank (ECB) modtog den 31. januar 2005 en anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om en udtalelse om forslag til Rådets afgørelse om underskrivelse af Haag-konventionen om, hvilken lov der skal anvendes på visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand (i det følgende benævnt »forslaget til afgørelse«) <sup>(1)</sup>.
2. ECB's kompetence til at afgive udtalelse fremgår af artikel 105, stk. 4, første led, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Det eneste formål med forslaget til afgørelse er en bemyndigelse til underskrivelse af konventionen på vegne af Fællesskabet. Forslaget til afgørelse er et »forslag til fællesskabsretsakt« i den betydning, hvor udtrykket anvendes i traktatens artikel 105, stk. 4, af følgende årsager:
  - en international aftale er bindende for Fællesskabet og en integreret del af fællesskabslovgivningen <sup>(2)</sup>; og
  - en fællesskabsinstitutions afgørelse, der giver bemyndigelse til på vegne af Fællesskabet at underskrive en international aftale, som tilsigter at have retsvirkninger i Fællesskabet, er i sig selv en fællesskabsretsakt <sup>(3)</sup>.

Konventionen angår direkte ECB's og Eurosystemets kompetence, eftersom den:

- i) kan have følger for den smidige, effektive og pålidelige funktion af clearing- og betalingssystemer i euroområdet (artikel 105, stk. 2, i traktaten og artikel 3.1 og 22 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank), og
- ii) kan have følger for formuleringen og gennemførelsen af den monetære politik i euroområdet (traktatens artikel 105, stk. 2, og artikel 3.1. i statuten), især på baggrund af Eurosystemets forpligtelse til at udføre sine lånetransaktioner imod passende sikkerhed (artikel 18.1 i statuten).

<sup>(1)</sup> KOM(2003) 783 endelig udg.

<sup>(2)</sup> Jf. f.eks. EF-Domstolens dom af 30. april 1974 (sag C-181/73, R. & V. Haegeman mod den belgiske stat, Sml. I, s. 449), præmis 5.

<sup>(3)</sup> Jf. f.eks. EF-Domstolens dom af 9. august 1994 (sag C-327/91, Den Franske Republik mod Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber, Sml. I, s. 3641), præmis 15-17.

ECB bemærker tillige, at konventionen, såfremt den underskrives og ratificeres af Fællesskabet, ved sin ikrafttræden vil få indflydelse på centrale bestemmelser i fællesskabsretten, som ECB og Det Europæiske Monetære Institut tidligere er blevet hørt om <sup>(1)</sup>.

I overensstemmelse med artikel 17.5, første punktum, i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank er denne udtalelse vedtaget af ECB's Styrelsesråd.

3. Konventionen har til formål at oprette et generelt gældende lovvalgssystem, som bestemmer, hvilken lov der skal anvendes med hensyn til visse forhold i forbindelse med placering og overførsel af og sikkerhedsstillelse i værdipapirer krediteret en værdipapirkonto (i det følgende benævnt »dematerialiserede værdipapirer«), som føres af en mellemmand i en grænseoverskridende sammenhæng. Som det bemærkes i præambelen, er konventionen begrundet i det »praktiske behov for i et omfattende og voksende globalt finansmarked at tilvejebringe retssikkerhed og forudsigelighed med hensyn til, hvilken lov der anvendes på værdipapirer, som nu i vidt omfang er placeret hos clearing- og afviklingssystemer eller andre mellemmand, og med det formål at begrænse retlige risici, systemiske risici og dertil knyttede omkostninger [...], for at fremme de internationale kapitalstrømme og lette adgangen til kapitalmarkederne«. Kernen i konventionens system fremgår af artikel 4, stk. 1. Ifølge denne bestemmelse er den lov, der skal anvendes for så vidt angår de forhold, som er omfattet af konventionen, den gældende lov i den stat, som den relevante mellemmand og kontohaver udtrykkeligt har aftalt skal gælde for deres kontoaftale, eller loven i den stat, som denne aftale udtrykkelig angiver skal anvendes på disse forhold. Denne hovedregel er begrænset af en »realitetstest«, idet konventionen også kræver, at den relevante mellemmand på tidspunktet for aftalens indgåelse har et forretningssted i denne stat, som udover erhvervmæssig virksomhed eller anden regelmæssig aktivitet vedrørende førelse af værdipapirkonti (i det følgende benævnt »betingelse om relevant forretningssted«). Konventionen opstiller således et lovvalgssystem, som først og fremmest bygger på aftalefriheden for den relevante mellemmand og kontohaver, og som kun er underlagt en betingelse om relevant forretningssted, som har til formål at undgå helt tilfældige valg. Konventionen indeholder tre deklaratoriske regler til bestemmelse af, hvilken lov der skal anvendes i tilfælde, hvor parterne i kontoaftalen ikke udtrykkeligt har valgt den gældende lov.
  
4. Konventionen bestemmer ikke blot, hvilken lov der skal anvendes, for så vidt angår den retlige karakter og virkningerne over for mellemmanden af de rettigheder, der følger af krediteringen af værdipapirer på en værdipapirkonto eller en disposition over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand. Den bestemmer desuden, hvilken lov der skal anvendes, for så vidt angår den retlige karakter og virkningerne over for tredjemand af rettigheder, der følger af en sådan kreditering eller disposition, herunder hvorvidt en persons rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand, ekstingverer eller har bedre prioritet end en anden persons rettigheder. På baggrund af den brede definition af kravet om internationalitet i konventionens artikel 3 som »samtlige sager, der indebærer, at der skal træffes et valg mellem forskellige staters lovgivning«, ville konventionens anvendelsesområde desuden række ud over traditionelle lovvalgstilfælde og omfatte ethvert tilfælde med dematerialiserede værdipapirer, som indeholder et ikke-nationalt element (jf. afsnit 3-1 til 3-5 i den forklarende rapport om Haag-konventionen om, hvilken lov der skal anvendes på visse rettigheder over værdipapirer, der opbevares af en mellemmand (i det følgende benævnt »Haag-konventionsrapporten«), og afsnit 3-8 og 3-9 til belysning af rækkevidden af internationalitetskravet).

<sup>(1)</sup> Jf. ECB's udtalelse CON/2001/13 af 13. juni 2001 efter anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse (EFT C 196 af 12.7.2001, s. 10), EMI's udtalelse CON/96/09 vedrørende et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om endelig afregning og sikkerhedsstillelse (EFT C 156 af 21.5.1998, s. 17) og EMI's udtalelse CON/96/02 i forbindelse med en høring foretaget af Rådet for Den Europæiske Union i henhold til artikel 109 F, stk. 6, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (i det følgende benævnt »traktaten«) og artikel 5.3 i statuten for EMI om Kommissionens ændrede forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om sanering og likvidation af kreditinstitutter (EFT C 332 af 30.10.1998, s. 13).

## Generelle betragtninger

5. ECB anerkender den afgørende betydning af ex ante retlig sikkerhed med hensyn til, hvilken lov der skal anvendes i forbindelse med visse forhold i forbindelse med placering og overførsel af og sikkerhedsstillelse i dematerialiserede værdipapirer, som opbevares af en mellemmand i en grænseoverskridende sammenhæng, og betydningen af at reducere systemiske risici, som kan følge af usikkerhed i denne forbindelse. ECB anerkender endvidere fordelene ved at indføre et generelt anvendeligt og ensartet lovvalgssystem som konventionens til fremme af effektiviteten og fleksibiliteten i såvel de europæiske som de globale finansielle markeder. ECB ser derfor med tilfredshed på formålet med konventionen.
6. Da ECB blev hørt af Rådet om collateral-direktivet <sup>(1)</sup>, fremgik det af udtalelsen, at »ECB kan (...) støtte, at der skabes retlig klarhed angående grænseoverskridende anvendelse af dematerialiserede aktiver, ved indførelse af en klar og entydig regel til afgørelse af, hvor sådanne aktiver befinder sig, der bygger på og yderligere præciserer de principper, som er indeholdt i direktivet om endelig afregning. Dette vil ikke blot understøtte effektiviteten af de operationer, der er nødvendige for gennemførelsen af den fælles pengepolitik, hvor Eurosystemet leverer likviditet til sine modparter mod sikkerhedsstillelse, både nationalt og grænseoverskridende, men også fremme den retlige klarhed og effektiviteten af de operationer, hvor pengemarkedsdeltagerne udjævner denne likviditet på tværs af markedet gennem indbyrdes transaktioner, svarende til deres respektive likviditetsoverskud og -underskud (...). I denne forbindelse skal ECB kraftigt opfordre de relevante instanser, i særlig grad medlemsstaterne, i forbindelse med de igangværende forhandlinger under Haag-konferencen om international privatret om et konventionsudkast om den anvendelige lov med hensyn til dispositioner over værdipapirer indirekte forvaltet i depotsystemer, til at arbejde for en løsning, som er i overensstemmelse med det princip, som er indeholdt såvel i artikel 10 i direktivforslaget som i artikel 9, stk. 2, i direktivet om endelig afregning« <sup>(2)</sup>.
7. ECB bemærker desuden, at Fællesskabet med rette har forsøgt at behandle problemerne ved anvendelse af traditionelle *lex rei sitae*-principper på dematerialiserede værdipapirer ved at opstille lovvalgsregler, som afviser en »look-through«-tilgang og fastsætter, hvilken lov der skal anvendes, på grundlag af det sted, hvor den relevante værdipapirkonto er beliggende, er registreret, indehaves og/eller føres.

ECB skal i denne forbindelse henvise til fællesskabsretten om betalings- og afviklingssystemer <sup>(3)</sup>, insolvensbehandling generelt, <sup>(4)</sup> sanering og likvidation af forsikringsselskaber <sup>(5)</sup> og specifikt af kreditinstitutter <sup>(6)</sup> samt aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse <sup>(7)</sup>.

8. ECB skal endvidere bemærke, at det system, som konventionens ophavsmænd endeligt har valgt, afviger betydeligt fra det lovvalgssystem, som er gældende i medlemsstaterne med hensyn beholdninger via mellemmand af dematerialiserede værdipapirer, som er baseret på ovennævnte fællesskabslovgivning. ECB har taget de grunde til denne afvigelse, som er anført i Haag-konventionsrapporten, til efterretning (jf. afsnit Int-41 til 46, 4-4 samt 4-24 til 4-25). ECB er ligeledes klar over, at det i et stadig mere integreret globalt finansielt system undertiden kan være vanskeligt at placere en værdipapirkonto i en bestemt jurisdiktion med henblik på lovvalg. ECB bemærker de udfordringer, som finansielle markedsdeltagere, der udøver grænseoverskridende virksomhed, står overfor i denne forbindelse, og ønsker at medvirke konstruktivt til tilvejebringelse af et universelt anvendeligt og ensartet system.

<sup>(1)</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse (EFT L 168 af 27.6.2002, s. 43).

<sup>(2)</sup> Jf. ECB's udtalelse CON/2001/13, afsnit 6 og 19.

<sup>(3)</sup> Jf. artikel 9, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer (EFT L 166 af 11.6.1998, s. 45; i det følgende benævnt »direktivet om endelig afregning«). Jf. desuden EMI's udtalelse CON/06/09.

<sup>(4)</sup> Jf. artikel 14, tredje led, i Rådets forordning (EF) nr. 1346/2000 af 29. maj 2000 om konkurs (EFT L 160 af 30.6.2000, s. 1).

<sup>(5)</sup> Jf. artikel 25, litra c), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/17/EF af 19. marts 2001 om sanering og likvidation af forsikringsselskaber (EFT L 110 af 20.4.2001, s. 28).

<sup>(6)</sup> Jf. artikel 24 og artikel 31, tredje led, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF af 4. april 2001 om sanering og likvidation af kreditinstitutter (EFT L 125 af 5.5.2001, s. 15) jf. desuden EMI's udtalelse CON/96/02.

<sup>(7)</sup> Jf. artikel 9, stk. 1, sammenholdt med artikel 2, stk. 1, litra h), i direktiv 2002/47/EF. Jf. desuden ECB's udtalelse CON/2001/13.

9. Ikke desto mindre finder ECB, at den bestående fællesskabsret har ydet et betydeligt bidrag til retlig klarhed og til reduktion af systemisk risiko inden for Fællesskabet. Det er derfor nødvendigt omhyggeligt at vurdere, om konventionens tilgang på visse centrale områder ville give en højere grad af retlig klarhed og beskyttelse mod systemisk risiko sammenlignet med den gældende fællesskabsret. Efter ECB's opfattelse rejser konventionen en række potentielt vigtige spørgsmål i denne forbindelse, som fortjener en yderligere undersøgelse i Fællesskabet, inden det besluttes, om den bestående ordning skal erstattes med konventionens. ECB foreslår, at disse spørgsmål behandles som led i en generel konsekvensanalyse af konventionen, set fra et fællesskabssynspunkt (jf. afsnit 20).

## Særlige bemærkninger

### *Forskellige anvendelige love inden for ét system eller én værdipapircentral*

10. Som anført i tidligere udtalelser om udkast til national gennemførelseslov vedrørende collateral-direktivet ønsker ECB at understrege, at alle involverede parter i lovgivningsprocessen nøje bør undersøge konventionens potentielle konsekvenser for systemisk stabilitet og for behandlingen af transaktioner mod sikkerhedsstillelse, for at undgå at det gældende beskyttelsesniveau bringes i fare. Dette kan bl.a. indebære at begrænse lovvalget med hensyn til ejendomsrettigheder over værdipapirer, som føres på konti i systemisk betydningsfulde systemer (i særdeleshed værdipapirafviklingsystemer, som vurderes og anvendes af Eurosystemet) til den lov, som systemet er underlagt, såvel som andre foranstaltninger, der tager sigte på at beskytte systemisk endelighed, sikkerhed og gennemsigtighed<sup>(1)</sup>. ECB skal i denne sammenhæng også henvise til »Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union« (standarder for clearing og afvikling i EU), udgivet af ECB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) (i det følgende benævnt »ESCB-CESR-standarder«)<sup>(2)</sup>. Standarderne indeholder principper for sikkerhed, pålidelighed og effektivitet i clearing og afvikling. I Standard 1 anføres det, at systemer til værdipapirclearing og -afvikling samt link imellem dem bør have et sikkert, klart og gennemsigtigt lovgrundlag i de relevante jurisdiktioner. Som bemærket på side 15 i ESCB-CESR-rapporten af 15. september 2004 indebærer denne standard, som bl.a. er henvendt til værdipapircentraler og vigtige depotinstitutioner, at harmonisering af reglerne bør fremmes af hensyn til systemisk risiko, så de forskelle, der skyldes forskellige nationale regler og retsgrundlag, minimeres. I særdeleshed vil anvendelsen af et stort antal jurisdiktioner inden for et system forøge den juridiske kompleksitet og muligvis påvirke den systemiske stabilitet. Direktivet om endelig afregning har reduceret disse risici gennem opstilling af præcise regler om den lov, der regulerer systemet, og den lov, der regulerer en deltagers rettigheder og forpligtelser i en insolvenssituation. I overensstemmelse hermed bør antallet af jurisdiktioner, som er valgt i forbindelse med et system, holdes på et minimum. Med forbehold af en analyse af juridisk risiko kan det være en fordel, at der kun vælges ét retligt system til regulering af ejendomsretlige aspekter vedrørende alle værdipapirer på deltagerens konti i systemet og tilsvarende kun ét system til regulering af aftaleretlige aspekter af forholdet mellem systemet og hver enkelt deltager. Ideelt set bør den valgte lov være den samme, som regulerer systemet, for at sikre systemisk endelighed, sikkerhed og gennemsigtighed (jf. ESCB-CESR-rapport nr. 37, september 2004).
11. Under det bestående fællesskabssystem er der sammenfald mellem den jurisdiktion, hvis lov regulerer et værdipapirafviklingsystem eller en værdipapircentral, og den jurisdiktion, hvis lov regulerer de ejendomsretlige aspekter af rettighederne over dematerialiserede værdipapirer registreret i det pågældende afviklingsystem eller den pågældende værdipapircentral. Sammenlignet med den bestående ordning er det uklart, om konventionen — som kan siges at fremme retlig klarhed i forbindelse med de praktiske vanskeligheder, når det med henblik på lovvalget skal fastslås, hvor et værdipapir befinder sig — ikke samtidig skaber retlig uklarhed ved muligvis at tillade, at der opstår forskellige konflikter mellem

<sup>(1)</sup> Jf. afsnit 13 i ECB's udtalelse CON/2003/11 af 26. juni 2003 efter anmodning fra Østrigs Justitsministerium om udkast til føderal lov om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse. Jf. også afsnit 13 i ECB's udtalelse CON/2004/27 af 4. august 2004 efter anmodning fra Belgiens Finansministerium om udkast til lov om finansiel sikkerhedsstillelse og diverse skattebestemmelser om *in rem* sikkerhedsordninger og lån til finansielle instrumenter.

<sup>(2)</sup> Findes på webstederne [www.ecb.int](http://www.ecb.int) og [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

forskellige anvendelige love inden for samme afviklingssystem eller værdipapircentral. At fastslå, hvilken lov der skal anvendes på rettigheder over dematerialiserede værdipapirer, på grundlag af den lov, der er aftalt mellem afviklingssystemet eller værdipapircentralen og kontohaveren, kunne teoretisk føre til, at forskellige love regulerede disse ejendomsretlige aspekter inden for ét afviklingssystem eller én værdipapircentral, herunder en eller flere love uden for de jurisdiktioner, hvor afviklingssystemet eller værdipapircentralen er beliggende, eller endog uden for Fællesskabet. Såfremt disse love ikke harmoniseres, kunne følgevirkningerne af en sådan forskellighed med hensyn til endelighed i afviklingen, i særdeleshed hvor de(n) valgte love(e) i kontoaftalen ikke yder beskyttelse, som er sammenlignelig med beskyttelsen under direktivet om endelig afvikling, bringe hele systemets pålidelighed i fare samt indebære systemiske risici. Desuden ville en sådan forskellighed og/eller anvendelsen af tredjelandsgivning kunne gøre det vanskeligt for de kompetente myndigheder i den jurisdiktion, hvor afviklingssystemet eller værdipapircentralen er beliggende, at udføre overvågningsfunktioner og regulerende funktioner med hensyn til afviklingssystemet eller værdipapircentralen.

12. ECB anerkender, at et afviklingssystem eller en værdipapircentral beliggende i Fællesskabet næppe har til hensigt i praksis at tillade ejendomsretlige aspekter af dematerialiserede værdipapirer inden for deres system at være underlagt forskellig lovgivning, eftersom dette ville bringe omsætteligheden af værdipapirer i fare, som er registreret, overført eller pantsat i systemet, tillige med endelighedsbeskyttelsen, som ydes systemets deltagere i henhold til direktivet om endelig afregning, og heller ikke at tillade, at disse aspekter blev reguleret af en enkelt lov, som ikke er den lov, der regulerer systemet i henhold til direktivet om endelig afregning. Ikke desto mindre er der ingen garanti for, at dette bliver tilfældet, hvis konventionen underskrives og ratificeres. I lyset af denne mulighed er det ECB's opfattelse, at konventionens konsekvenser i Fællesskabet med hensyn til endelighed i afvikling og hermed forbundne afviklings- og depotspørgsmål er tilstrækkeligt alvorlige til at kunne rejse spørgsmål om systemisk risiko. Dette er endnu et aspekt, som bør vies yderligere opmærksomhed som led i en konsekvensanalyse af konventionen i hele Fællesskabet (jf. afsnit 20).

#### *Rettigheder for tredjemand*

13. For så vidt angår konventionens konsekvenser for tredjemands rettigheder bemærker ECB for det første, at hvor en kontohavers kreditor foretager udlæg eller arrest i værdipapirerne, bestemmer den lov, som konventionen udpeger, udlægshavende kreditors prioritetsstilling i værdipapirerne og mellemmandens forpligtelser over for denne kreditor (artikel 2, stk.1, litra d) og e), i konventionen). Den lov, som konventionen udpeger, gælder ikke nødvendigvis også for spørgsmålet om jurisdiktion og procesregler for udlægget, og den efterfølgende tvangsfuldbyrdelse, i lyset af de gældende regler i forskellige medlemsstater, hvorefter udlæg og tvangsfuldbyrdelse vedrørende dematerialiserede værdipapirer reguleres af loven og er undergivet domstolens kompetence på det sted, hvor værdipapirerne befinder sig. Selv om konventionen ikke berører bestående regler om jurisdiktion og procesregler for udlæg og tvangsfuldbyrdelse, som endnu ikke er undersøgt, kan konventionen indebære betydelige ændringer i retspraksis. Især kunne den indebære en betydelig forøgelse af antallet af retssager, hvor en domstol, som har kompetence med hensyn til udlæg og tvangsfuldbyrdelsesforanstaltninger vedrørende dematerialiserede værdipapirer, ville skulle anvende fremmed ret — dvs. loven, som skal anvendes i henhold til konventionen — for at afgøre arten og prioritetsstillingen for udlægshavende kreditor i værdipapirerne. Konventionens forfattere gav udtryk for, at de var bekendt med denne vanskelighed, idet de bemærkede, at den lov, der skal anvendes på ejendomsrettigheder, skal være loven på det sted, hvor



ejendomsretten hertil er registreret, og hvor afgørelser om ejendomsretten derfor effektivt kan fuldbyrdes<sup>(1)</sup>. Endnu et eksempel på konventionens konsekvenser for tredjemands rettigheder angår lovhjemlet retentionsret. Selv om konventionens anvendelsesområde er begrænset til visse tilfælde af retentionsret til fordel for kontohavers mellemmand (jf. artikel 1, stk. 2, litra c), i konventionen), kan den ikke desto mindre have en betydelig indflydelse på anden lovhjemlet retentionsret over dematerialiserede værdipapirer (f.eks. fagedudlæg for skatter), eftersom konventionens lov eksempelvis vil bestemme prioritetsstillingen af sådanne rettigheder (jf. afsnit 1-31 i Haag-konventionsrapporten).

14. Desuden gælder, at selv om en part i en transaktion med dematerialiserede værdipapirer i hvert fald aftaleretligt kunne forpligte sin aftalepart til at give oplysninger om den lov, der var valgt i den pågældende kontoaftale, mangler konventionen gennemsigtighed i forholdet til tredjemand. En tredjemand, f.eks. en kontohavers kreditor, som søger udlæg i værdipapirer for at beskytte eller dække et tilgodehavende, kunne have konkurrerende rettigheder i værdipapirer, eller i det mindste en retlig interesse i at fastslå stedet, hvor værdipapirerne befinder sig. Ud over eventuelle lovmæssige tavshedsbestemmelser, som finder anvendelse på den pågældende mellemmand, og/eller regler af samme art i kontoaftalen vil det være meget vanskeligt for tredjemand at anmode om oplysninger fra kontohaver om den lov, der er valgt i aftalen mellem kontohaveren og dennes mellemmand. Medens det i en lovvalgsordning, som bygger på stedet, hvor kontoen befinder sig, endvidere ikke altid er let for en tredjemand at fastslå, hvor hans debitor fører konto over dematerialiserede værdipapirer, indebærer konventionens ordning med aftalefrihed, at den lov, der skal anvendes for dematerialiserede værdipapirer, hvad angår fuldbyrdelse af en tredjemands konkurrerende rettigheder, f.eks. gennem udlæg, vil være afhængig af — og variere alt efter — det subjektive kriterium i den valgte lov i den ofte fortrolige kontoaftale, som endda kan ændres, hvorved denne lov ændres (jf. konventionens artikel 7, stk. 1). Konventionens eventuelle konsekvenser for en tredjemands rettigheder og berettigede forventninger, som eksemplificeret i dette og i de foregående afsnit, er endnu en grund til først at gennemføre en konsekvensanalyse af konventionen (jf. afsnit 20).

#### *Harmonisering af den materielle værdipapirlovgivning*

15. De eventuelle virkninger for den retlige klarhed af konventionens lovvalgsregel ville ikke opstå, hvis den materielle lovgivning om placering og overførsel af og sikkerhedsstillelse i dematerialiserede værdipapirer gennem en mellemmand var identisk i hele Fællesskabet, eller, hvor loven i et tredjeland gælder, på internationalt niveau. Det er derfor ECB's opfattelse, at selv om en klar og effektiv harmoniseret lovvalgsregel uden tvivl bidrager til at fjerne usikkerhed i forbindelse med grænsoverskridende beholdninger gennem en mellemmand af dematerialiserede værdipapirer, bør en lovvalgsreform ideelt set behandles som en integreret del af en videre reform, som også omfatter aspekter af materiel lov. En sådan materiel lovreform og harmonisering ville uden tvivl reducere følgerne af en mulighed for at aftale, hvilken lov der skal anvendes. ECB ser i denne sammenhæng positivt på oprettelsen af og arbejdet i Europa-Kommissionens »EU Clearing and Settlement: Legal Certainty Group« (i det følgende benævnt »Legal Certainty Project«), som indebærer en enestående mulighed for at kombinere begge reformer og nå frem til en enkelt konsekvent løsning, som anbefalet af Kommissionen. På baggrund af de stadig mere integrerede globale finansielle markeder overvåger ECB også nøje Unidroits fremskridt med henblik på den globale harmonisering af materiel lov om dematerialiserede værdipapirer i det foreløbige udkast til konvention om harmonisering af materiel lovgivning om værdipapirer, der opbevares af en mellemmand (i det følgende benævnt »Unidroits konventionsudkast«). Unidroit anerkender i denne forbindelse også det u hensigtsmæssige i en isoleret lovvalgsreform, idet det bemærkes, at det selv over for en klar og tydelig lovvalgsregel kan forekomme, at loven i to eller flere jurisdiktioner kan

<sup>(1)</sup> Jf. rapporten fra ekspertgruppens møde (15.-19. januar 2001) og relateret uformelt arbejde udført af det permanente kontor om lov gældende for dispositioner med værdipapirer, der opbevares af en mellemmand.

regulere en sag i sin helhed (...) fordi lovvalgsanalysen ikke nødvendigvis giver samme svar i forbindelse med alle aspekter i en overordnet sammenhæng (jf. udkast til forklarende bemærkninger til Unidroits konventionsudkast, s. 10. Jf også afsnit 17). I lyset af den bestående fællesskabsret på dette område er ECB ikke overbevist om, at der består et væsentligt og presserende behov for, at Fællesskabet vedtager konventionen, og ECB anbefaler, at man tidsmæssigt koordinerer harmoniseringen af lovvalgsreglerne med den materielle lovharmonisering, i det mindste på fællesskabsniveau.

#### *Indflydelse fra anden lovgivning*

16. Et andet element, som vedrører retlig klarhed, består deri, at konventionen i sig selv ikke garanterer, at kun én lov finder anvendelse på de forhold, som den dækker. Konventionen giver faktisk en mulighed for, at den lov, som udpeges i henhold til konventionen, kan afvises, hvis virkningerne af anvendelsen tydeligvis strider mod grundlæggende retsprincipper i det domstolsland, som anmodes om at anvende konventionen (jf. konventionens artikel 11, stk. 1, der indeholder den traditionelle »ordre public«-undtagelse). Derudover udelukker konventionen ikke anvendelsen af bestemmelserne i domstolslandet, som — uafhængigt af den anvendelige lov — skal anvendes endog i internationale tilfælde (konventionens artikel 11, stk. 2, som indeholder den traditionelle undtagelse om »ufravigelige regler«.) Uanset begrænsningen på indflydelse fra sådan »ordre public« eller »ufravigelige regler«, med hjemmel i konventionens artikel 11, stk. 3, kan det være tvivlsomt, om en domstol kun i usædvanligt sjældne tilfælde (jf. afsnit 11-1 i Haag-konventionsrapporten) ville afvise eller begrænse anvendelsen af den lov, som udpeges af konventionen i medfør af artikel 11, stk. 1 eller 2. Eksempelvis kunne en jurisdiktion, hvor et afviklingssystem eller en værdipapircentral er beliggende, bl.a. indføre sådanne ufravigelige regler bl.a. til sikring af, at det retlige og operationelle grundlag for værdipapirinfrastrukturen, herunder værdipapirkonti, er pålideligt og effektivt.
  
17. Helt generelt, og uafhængigt af direkte indflydelse gennem konventionens artikel 11, stk. 1 og 2, bemærker ECB, at et stort antal andre love, der vedrører forskellige spørgsmål om værdipapirer og/eller værdipapirkonti, og som ofte er af offentligretlig natur, i mange jurisdiktioner for så vidt angår deres anvendelsesområde henviser til *situs* for disse værdipapirer og værdipapirkonti. I henhold til bestående fællesskabsret vedrørende ejendomsretlige aspekter i forbindelse med værdipapirer er der sammenfald mellem disse *situs*-regler og reglerne vedrørende disse ejendomsretlige aspekter. Hvis man erstatter de gældende regler med konventionen, og selv om denne anden lovgivning kan angå spørgsmål, som ikke er anført i konventionens artikel 2, stk. 1, kunne denne anden lovgivning og konventionens regler ikke desto mindre, direkte eller indirekte, påvirke hinanden. Unidroit bekræfter også denne mulighed. Det udtales f.eks., at aftaleret, selskabsret, konkursret, ejendomsret og værdipapirret både kunne og kunne ikke være genstand for bestemmelser om valg af lov, og lovvalgsreglerne kan udpege forskellige jurisdiktioner for forskelle spørgsmål. Visse tidligere påagtede lovmæssige lakuner, mangel på klarhed, komplikationer eller barrierer kan dog forhindre et pålideligt lovmæssigt resultat, i det mindste inden for en rimelig tid. Mangler inden for en national retlig ordning kan skabe vanskeligheder med hensyn til aspekter, som reguleres af en anden lov, osv. Man kan således sige, at grænseoverskridende beholdninger og dispositioner sandsynligvis vil forøge den retlige uklarhed (jf. udkast til forklarende bemærkninger til Unidroits konventionsudkast, s. 10). Denne påvirkning kunne f.eks. også vedrøre ECB's indsamling af statistisk information (jf. artikel 5 i statuten), som tager sigte på at minimere indberetningsformaliteter inden for det bestående retlige system, og hvor en ændring af den bestående lovvalgsordning kunne få indflydelse på indberetningen af grænseoverskridende værdipapirtransaktioner og — positioner. Den eventuelle eksistens af en sådan forbindelse mellem en lovvalgsregel og det omliggende system af anden relevant lovgivning taler også til fordel for en forudgående bredt anlagt analyse af konventionens konsekvenser i Fællesskabet og af en harmonisering af den materielle værdipapirlovgivning (jf. afsnit 20).

*Muligheden for at stå udenfor*

18. Slutteligt skal ECB kort bemærke, som anført i afsnit 1-37 i Haag-konventionsrapporten, at bestemte afviklingssystemers eller værdipapircentralers mulighed for at stå uden for konventionen under visse omstændigheder i henhold til konventionens artikel 1, stk. 5, også kan være relevant for andre tilsvarende systemer. Konsekvenserne for en værdipapircentralers operationer og for dematerialiserede værdipapirer, som er registreret i en værdipapircentral, af en sådan undtagelse er endnu ikke analyseret, og bør derfor også vurderes nærmere.

**Afsluttende bemærkninger**

19. Da denne høring vedrører spørgsmålet, om en international konvention skal underskrives på vegne af Fællesskabet, er denne udtalelse koncentreret om, og begrænset til, generelle betragtninger af direkte betydning for rådgivning af Rådet med hensyn til, om Rådet bør eller ikke bør beslutte at underskrive konventionen. ECB har yderligere retlige og tekniske kommentarer til konventionen, men finder, at disse kommentarer mere hensigtsmæssigt kan fremføres som led i en konsekvensanalyse gennemført af Fællesskabet.
20. Sammenfattende udgjorde den nuværende fællesskabsret med hensyn til, hvilken lov der skal anvendes på placering og overførsel af og sikkerhedsstillelse i dematerialiserede værdipapirer, som indehaves af mellemmand, en forbedring i den retlige klarhed og i beskyttelsen mod systemisk risiko i Fællesskabet. Konventionen udgør et muligt system til behandling af berettigede overvejelser som følge af de vanskeligheder, der undertiden kan være forbundet med klart at kunne identificere stedet for en værdipapirkonto med henblik på lovvalg i et stadig mere integreret internationalt finansielt system. ECB støtter formålet at oprette et universelt anvendeligt lovvalgssystem på dette område, men ECB ville dog — i lyset af konventionens eventuelle konsekvenser og den bestående fællesskabsret — ikke desto mindre se positivt på en omfattende, forudgående analyse af konventionens konsekvenser i Fællesskabet. ECB og Eurosystemet, for hvilke de systemiske risikواسpekter af konventionen er af helt afgørende betydning, vil være indstillet på at bidrage til en sådan analyse som en del af Eurosystemets opgaver i henhold til artikel 105, stk. 5 i traktaten. For at bevare alle muligheder åbne bør denne analyse foretages forud for en drøftelse af en eventuel underskrivelse af konventionen, når det betænkes, at den gældende fællesskabsordning er ganske tilfredsstillende, og der derfor ikke eksisterer noget afgørende og presserende behov for underskrivelse af konventionen. Denne analyse er med forbehold af Fællesskabets initiativer inden for clearing og afvikling og behovet for en hurtig materiel lovreform og -harmonisering vedrørende dematerialiserede værdipapirer, hvilket ville styrke den finansielle integration i Fællesskabet.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 17. marts 2005.

Jean-Claude TRICHET  
*Formand for ECB*

---