

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS UDTALELSE

af 12. juni 2003

efter anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om investeringsservice og regulerede markeder og om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, Rådets direktiv 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF (KOM(2002) 625 endelig)

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Den Europæiske Centralbank (ECB) modtog den 16. december 2002 en anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union om en udtalelse om Europa-Parlamentets og Rådets direktivforslag om investeringsservice og regulerede markeder og om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, Rådets direktiv 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF (KOM(2002) 625 endelig) (i det følgende benævnt »direktivforslaget«).
2. ECB's kompetence til at afgive udtalelser fremgår af artikel 105, stk. 4, første led, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (i det følgende benævnt »traktaten«) og af artikel 3.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank (i det følgende benævnt »statutten«), eftersom direktivforslaget indeholder bestemmelser, som har virkning for integrationen af de europæiske finansmarkeder, med mulige virkninger for den finansielle stabilitet. I overensstemmelse med artikel 17.5, første punktum, i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank er denne udtalelse vedtaget af ECB's Styrelsesråd.
3. Direktivforslaget har til hovedformål at ajourføre de lovgivningsmæssige rammer for investeringsservice for at tage højde for de fundamentale forandringer, de europæiske finansmarkeder har undergået i de senere år. Siden vedtagelse af Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer⁽¹⁾ (ISD), har udviklingen på det informationsteknologiske område haft betydelige konsekvenser for værdipapirmarkedernes struktur og effektivitet. Samtidig er der som følge af indførelsen af euroen sket en betydelig stigning i antallet af grænseoverskridende transaktioner, hvilket har fremskyndet behovet for et fuldt integreret europæisk værdipapirmarked.
4. På denne baggrund kan ECB overordnet tilslutte sig og støtte direktivforslaget, som har til formål at fremme den lovgivningsmæssige harmonisering og udvide den til også at omfatte nye investeringsserviceydelse og finansielle instrumenter. Direktivforslaget omhandler nyemissioner som følge af den øgede konkurrence mellem børsene og de nye ordredførende handelsplatforme og fastlægger bestemmelser, som skal sikre, at de forskellige handelssteder underkastes samme regelsæt og derfor er i stand til at konkurrere med hinanden, samtidig med at direktivforslaget garanterer investorbeskyttelse og sikrer gennemsigtighed og effektivitet på markedet. Med henblik på at opnå førnævnte mål fastsætter direktivforslaget et omfattende regelsæt for alle handelssteder, nemlig regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter (MTF'er) og formidlere, der udfører klientordrer internt. ECB finder imidlertid, at direktivforslaget kunne tydeliggøre en række spørgsmål yderligere, som forklaret i det følgende.
5. For det første anvendelsen af den lovgivningsmæssige metodologi, som er anbefalet af Vismandsudvalget for regulering af de europæiske værdipapirmarkeder (Vismandsudvalget). ECB ser generelt positivt på anvendelsen af komitologiproceduren i direktivforslaget, således som det blev anbefalet af Vismandsudvalget. Vismandsudvalgets rapport har til formål at gøre EU-lovgivningen på værdipapirområdet mere effektiv, fleksibel og gennemsigtig og dermed muliggøre en hensigtsmæssig og rettidig reaktion på de dynamiske udviklinger på markedet. I lyset af denne målsætning er valget af retlige instrumenter — enten direktiver eller forordninger — af stor betydning. Som Vismandsudvalget udtalte »[Direktiver] giver medlemsstaterne et større spillerum til at gennemføre fællesskabslovgivningen, men fører alt for ofte til uensartet gennemførelse og forskelle i fortolkningerne«. Ifølge Vismandsudvalgets terminologi hører det foreslåede direktiv under kategorien lovgivning på »niveau 1«, dvs. »rammeprincipper«. Det fastsætter »de vigtigste politiske valg, der skal træffes af Europa-Parlamentet og Ministerrådet« på kerneområdet finansielle tjenesteydelser. Rammeprincipper bør gennemføres ved fællesskabslovgivning på

⁽¹⁾ EFT L 141 af 11.6.1993, s. 27.

»niveau 2«, snarere end ved at medlemsstaterne gennemfører dem, eftersom denne nationale gennemførelse ville medføre en differentieret retssituation. De grundlæggende rammeprincipper bør være de samme og bør finde ensartet anvendelse i hele EU. Enten får medlemsstaterne ikke noget spillerum til at gennemføre det foreslåede direktiv, og i så fald er det uhensigtsmæssigt at anvende et direktiv, eller også bliver de frit stillet, og så vil »rammeprincipperne« føre til forskelle inden for EU. Hvis retsakter både på »niveau 1« og »niveau 2« er direktiver, der kræver en national gennemførelse, vil dette ikke i sidste ende løse ét af de problemer, som Vismandsudvalget udpegede som en forsinkende faktor i udviklingen af de europæiske værdipapirmarkeder, nemlig »manglen på en entydig lovgivning på tværs af Europa«. Faktisk udtalte Vismandsudvalget følgende om »rammelovgivning« på niveau 1: »Der bør gøres mere brug af forordninger, snarere end direktiver . . . Udvalget er af den opfattelse, at forordninger bør anvendes, hvor det er muligt«. ECB støttede Vismandsudvalgets konklusioner, ligesom Det Europæiske Råd tilsluttede sig Vismandsudvalgets rapport på deres møde i Stockholm i marts 2001. ECB bemærker, at forordninger frembyder væsentlige fordele sammenlignet med direktiver, da forordninger er umiddelbart gældende i alle medlemslande, uden at de kræves gennemført ved national lovgivning. Den heraf følgende ensartethed, for så vidt angår de grundlæggende rammeprincipper, skulle føre til en fællesskabsgennemførelse på »niveau 2«, som tager højde for specifikke nationale særtræk i detaljer. Behovet for at tage højde for nationale tekniske særtræk opstår på niveau 2, da dette niveau omhandler konkrete gennemførelsesforanstaltninger, hvorimod niveau 1 kun opstiller de grundlæggende rammeprincipper for den pågældende lovgivning. ECB går derfor generelt ind for, at de af Fællesskabets retsakter, der indeholder sådanne grundlæggende rammeprincipper, vedtages i form af forordninger frem for direktiver, således at gennemførelsen af sådanne principper overlades til lovgivning på »niveau 2« ved anvendelse af komitologiproceduren under hensyntagen til de nationale tekniske behov.

6. Vismandsudvalgets rapport understreger, at finanslovgivningen bør trække en klar og effektiv grænse mellem rammeprincipperne (niveau 1) og de detaljerede gennemførelsesregler (niveau 2). Denne grænse fremgår imidlertid ikke tydeligt af direktivforslaget. I nogle tilfælde er rammeprincipperne allerede formuleret meget detaljeret (f.eks. bestemmelserne vedrørende betingelser og procedurer for autorisation i afsnit II, kapitel I). Andre steder er rammeprincipperne derimod betydeligt mere abstrakte, og der vil være behov for at definere en lang række bestemmelser ved lovgivningen på niveau 2 (f.eks. driftsbetingelserne for investeringselskaber, der er indeholdt i afsnit II, kapitel II). ECB finder, at det foreslåede udkast kunne finpudses yderligere for så vidt angår grænsen mellem

rammeprincipperne på niveau 1 og de detaljerede gennemførelsesbestemmelser, der overlades til niveau 2. Som et muligt overordnet princip kunne anvendelsesområdet for de bestemmelser, der skal vedtages gennem niveau 2-lovgivning, udvides så meget som muligt for at opnå en høj grad af såvel harmonisering som fleksibilitet i reguleringen af de europæiske værdipapirmarkeder. Som et konkret eksempel bemærker ECB, at de »grundlæggende definitioner«, som er anført i artikel 3, stk. 1, i direktivforslaget, måske kunne have fordel af detaljerede gennemførelsesbestemmelser på niveau 2, for så vidt som der er behov for at tydeliggøre disse (artikel 3, stk. 2). Særlig med hensyn til definitionen på »finansielle instrumenter« ville det være formålstjenligt at åbne mulighed for en udvidelse af listen i afsnit C i bilag I ved anvendelse af komitologiproceduren på niveau 2, om nødvendigt inden for visse begrebsmæssige grænser, for ikke at ændre direktivforslagets anvendelsesområde. Derved ville man gøre det lettere at anvende grundlæggende rammeprincipper i en umiddelbart gældende fælleseuropæisk akt med forrang i hele EU. I nylige diskussioner afholdt i komitologifora er der blevet peget på eventuelle generelle kriterier for anvendelse af enten forordninger eller direktiver på niveau 2. ECB ville støtte muligheden af at anvende direktiver i forbindelse med »gennemførelseslovgivning på niveau 2«, når der er behov for at tage højde for specifikke nationale særtræk i detaljer. Endelig bemærker ECB, at medlemsstaternes nationale centralbanker (NCB'erne) generelt bør være nøje involveret i udarbejdelsen af gennemførelsesforanstaltninger, der har at gøre med deres respektive kompetencer (f.eks. clearing- og afviklingssystemer: se også punkt 18 til 22 i denne udtalelse).

7. For det andet, undtagelser fra direktivforslagets anvendelsesområde. ECB bemærker, at artikel 2, stk. 1, litra f), og artikel 2, stk. 2, undtager medlemmer af Det Europæiske System af Centralbanker fra direktivforslagets anvendelsesområde. ECB ser med tilfredshed på sådanne regler, som gentager de undtagelser, der allerede er indeholdt i det nuværende ISD, samtidig med at der tages højde for de nye institutionelle rammer, som er opstillet i traktaten, eftersom ESCB i henhold til traktatens artikel 107 og ESCB/ECB-statuttens artikel 1.2 består af ECB og de nationale centralbanker i alle medlemsstater. Mere konkret opdaterer artikel 2.2 i direktivforslaget den nuværende ordlyd i artikel 2.4 i ISD. ECB kan tilslutte sig denne regel, som anerkender, at investeringselskaber ikke på grundlag af direktivforslaget har automatisk ret til at blive modparter for NCB'erne. Den særlige type funktioner, der udføres af NCB'erne i Eurosystemet, retfærdiggør i virkeligheden en særlig juridisk ordning, som fastlagt i traktaten og statuten — som sekundær fællesskabslovgivning ikke kan fravige — og især som understreget af NCB'ernes uafhængige status. Det bør især erindres, at artikel 105 i traktaten anfører de grundlæggende opgaver,

der skal udføres af ESCB (nemlig at formulere og gennemføre Fællesskabets monetære politik, at foretage transaktioner i fremmed valuta, at besidde og forvalte medlemsstaternes officielle valutareserver samt at fremme betalingsystemernes smidige funktion) under overholdelse af de retningslinjer, der er vedtaget af ESCB's beslutningstagende organer. ECB og NCB'erne i Eurosystemet har en række andre konkrete driftsmæssige opgaver, herunder udførelse af enhver form for banktransaktioner med lande uden for Eurosystemet og med internationale organisationer i henhold til artikel 23 i statuten, samt — for så vidt angår ECB — styring af ECB's kapital, som er indskudt af NCB'erne i overensstemmelse med artikel 28 og 29 i statuten. Med hensyn til pengepolitiske operationer ønsker ECB at understrege, at retningslinje ECB/2000/7 af 31. august 2000 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer ⁽¹⁾ og særligt bilag 1 (Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer) bestemmer, at modparter til Eurosystemets pengepolitiske operationer skal opfylde visse adgangskriterier, som er defineret på et ikke-diskriminerende grundlag. Målet er at give en bred kreds af kreditinstitutter adgang til Eurosystemets pengepolitiske operationer og dermed fremme ligebehandlingen af institutter i hele euroområdet og samtidig sikre, at Eurosystemets modparter opfylder visse driftsmæssige og forsigtighedsmæssige krav. Undtagelserne i artikel 2.1 og artikel 2.2 reducerer enhver usikkerhed med hensyn til omfanget af de rettigheder, der er hjemlet i direktivforslaget, og fjerner enhver fejlopfattelse af, at ISD ville føre til, at investeringselskaber automatisk opnår retten til at blive modparter for centralbankernes operationer.

8. For det tredje reglerne vedrørende formidlere. I overensstemmelse med artikel 1, stk. 2, i direktivforslaget vil kreditinstitutter, der yder investeringservice, være underlagt bestemmelserne i artikel 12 og 13 (organisatoriske krav, handelsproces og afslutning af transaktioner på en MTF) samt kapitel II og III i afsnit II (driftsbetingelser for investeringselskaber og investeringselskabers rettigheder). ECB tilslutter sig anvendelsen af disse bestemmelser på kreditinstitutter med henblik på at sikre lige konkurrencevilkår for markedsdeltagerne og handelsstederne samt sikre en tilstrækkelig samordning med bestemmelserne i direktiv 2000/12/EF. ECB forstår desuden, at kapitel II i afsnit IV, som omhandler samarbejdet mellem kompetente myndigheder i de forskellige medlemsstater, ikke desto mindre vil finde anvendelse på kreditinstitutternes grænseoverskridende ydelse af investeringservice. Disse bestemmelser regulerer i virkeligheden det tilsynsmæssige samarbejde på en måde, der er specifik for det grænseoverskridende udbud af investeringservice, f.eks. med skyldig hensyntagen til spørgsmål vedrørende beskyttelse af private investorer, uanset om de pågældende ydelser udbydes af kreditinstitutter. ECB forstår derfor, at førnævnte kapitel II i

afsnit IV nødvendigvis vil omfatte kreditinstitutter på samme måde som enhver anden type udbyder af investeringserviceydelser. ECB bemærker også, at det muligvis vil være nødvendigt at revidere bilag I i direktiv 2000/12/EF, som indeholder listen over de aktiviteter, som er undergivet gensidig anerkendelse. Banksektorens kompetente fora kan verificere, i hvilken udstrækning en sådan revision kunne være berettiget.

9. ECB bemærker desuden, at investeringselskaber, der kun yder investeringsrådgivning, i henhold til artikel 62 i direktivforslaget vil være undtaget fra kravene til investeringselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag i Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 ⁽²⁾ (CAD). Som anført i afsnit III.1 i begrundelsen, udgør investeringsrådgivning i virkeligheden ikke en markeds- eller systemrisiko, som er det lovgivningsmæssige fundament for CAD. Investeringsrådgivning kan i stedet indebære en driftsmæssig risiko, eftersom selskaber, der ikke lever op til kravene om rettidig omhu, måske vil blive pålagt at betale erstatning til enkelte kunder, hvilket potentielt kan påvirke selskabets stabilitet. For at tackle det potentielle behov for at kompensere investorerne indfører artikel 11, stk. 2, i direktivforslaget en forpligtelse for investeringselskaber, der udelukkende yder investeringsrådgivning, til at tegne en erhvervsansvarsforsikring som et alternativ til kravet om startkapital indeholdt i CAD. I denne forbindelse ønsker ECB at henlede opmærksomheden på, at driftsmæssig risiko i stigende grad anerkendes i de lovgivningsmæssige rammer i betragtning af risikoen potentielt skadelige virkning for et selskabs stabilitet. Det forudses i særdeleshed, at en driftsmæssig risiko, der opstår i forbindelse med ydelse af investeringsrådgivning, vil blive underlagt den reviderede fællesskabslovgivning om kapitaldækningen for banker og investeringselskaber. Investeringselskaber, der kun yder investeringsrådgivning, bliver måske derfor fremover også underlagt kapitalkravsbestemmelserne i relation til den driftsmæssige risiko ved en sådan aktivitet. ECB foreslår derfor, at enhver alternativ løsning til de generelle kapitalkrav i CAD overvejes nøje, og deres anvendelsesområde begrænses, med tanke på den kommende revision af lovgivning om kapitaldækning.
10. ECB deler desuden den bekymring, der kommer til udtryk i direktivforslaget, med hensyn til behovet for at træffe effektive forholdsregler for at forhindre eventuelle interessekonflikter. Forslaget indeholder bestemmelser om sådanne forholdsregler i to tilfælde. I overensstemmelse med artikel 16, stk. 1 og 2, kræves det, at investerings-

⁽¹⁾ EFT L 310 af 11.12.2000, s. 1, som ændret ved retningslinje ECB/2002/2 af 7. marts 2002 (EFT L 185 af 15.7.2002, s. 1).

⁽²⁾ EFT L 141 af 11.6.1993, s. 1, senest ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/33/EF (EFT L 204 af 21.7.1998, s. 29).

selskaber påviser potentielle interessekonflikter i deres aktiviteter, og at de indfører effektive arbejdsgange og administrative procedurer for enten at forhindre eller styre sådanne konflikter for at undgå de skadelige virkninger heraf. I henhold til artikel 36, stk. 1, litra a), kræves det ligeledes, at regulerede markeder indfører ordninger til at kunne påvise og styre de potentielle skadelige virkninger af interessekonflikter, især når sådanne interessekonflikter opstår som følge af, at den kompetente myndighed har delegeret reguleringsmæssige funktioner til markedet. ECB byder sådanne bestemmelser velkommen, især da det er i overensstemmelse med Kommissionens generelle vurdering i begrundelsen af, at potentialet for interessekonflikter måske øges i betragtning af den voksende konkurrence mellem de forskellige handelssystemer samt mellem handelssteder af samme art. Desuden er ECB af den opfattelse, at hensigtsmæssige bestemmelser vedrørende interessekonflikter på tværs af handelssteder også kunne bidrage til at sikre lige konkurrencevilkår for markedsdeltagerne. ECB ønsker at fremsætte følgende kommentarer med henblik på at styrke de relevante bestemmelser om interessekonflikter. For det første kræver artikel 16, stk. 2, at investeringsselskaberne træffer forholdsregler til at forhindre eventuelle interessekonflikter mellem selskaberne selv og deres kunder eller indfører og følger arbejdsgange og administrative procedurer til at styre sådanne konflikter. Direktivforslaget kunne imidlertid læses, som om det opstiller forebyggende og beskyttende forholdsregler som alternativer; disse betragtes dog generelt, også i den akademiske litteratur, som komplementære i forbindelse med tilsyn af finansielle formidlere og med investorbekyttelse i særdeleshed. Det forekommer f.eks. rimeligt at informere en kunde om, at der eksisterer en interessekonflikt forud for udførelsen af en transaktion og ikke først, når en sådan konflikt viser sig at have en skadelig virkning. På denne baggrund finder ECB, at den foreslåede artikel 16, stk. 2, bør betragte forebyggende og beskyttende forholdsregler mod interessekonflikter som komplementære og ikke som alternative foranstaltninger. Dette ville også være i tråd med den foreslåede ordlyd af artikel 36, stk. 1, litra a). For det andet udtrykker ECB tilfredshed med muligheden for at gøre artikel 16, stk. 2, mere effektiv gennem lovgivning på niveau 2. ECB bemærker imidlertid, at den anden bestemmelse vedrørende interessekonflikter i direktivforslaget (førnævnte artikel 36, der omhandler regulerede markeder) ikke indeholder gennemførelsesforanstaltninger i samme detaljeringsgrad. I lyset af betydningen af effektive forholdsregler imod eventuelle interessekonflikter inden for de nye reguleringsmæssige rammer, går ECB ind for, at ikke blot artikel 16, men også artikel 36, indeholder bestemmelser om anvendelse af komitologiproceduren. En sådan generel komitologibaseret tilgang ville ikke kun medvirke til at tackle den stadige udvikling, der kendetegner interessekonflikter, og de procedurer, der skal til for at styre dem, men ville desuden gøre det lettere at anvende sammenlignelige standarder for de forskellige handelssystemer, hvor dette måtte være hensigtsmæssigt.

11. For det fjerde, de nye lovgivningsmæssige rammer for handelsudførelse. Direktivforslaget fastholder den eksisterende

rende todelte klassificering i regulerede markeder og investeringsselskaber, men medtager driften af MTF'er som en ny kernejernstøtte i ISD, hvorved investeringsselskaber, der driver sådanne systemer, får tilladelse til at udøve virksomhed som investeringsselskab og bliver underlagt et sæt skræddersyede reguleringsbestemmelser. Som en afspejling af de senere års hastige teknologiske fremskridt har MTF'er spillet en vigtig rolle i udviklingen bort fra nationale strukturelle stivheder hen imod grænseoverskridende handel og grænseoverskridende alliancer og har dermed åbnet større mulighed for en mere effektiv udnyttelse af fordelene ved det indre marked. Forslaget om at optage driften af MTF'er på listen over kernejernstøtterne i ISD hilser ECB derfor velkommen, da det tager højde for den finansielle formidlings skiftende karakter og gør det muligt for MTF'er at stille deres faciliteter og tjenesteydelser til rådighed for brugere i hele EU og euroområdet. Desuden fastsætter direktivforslaget bestemmelser vedrørende formidlere, der udfører kundeordrerne internt. For at sikre, at kundernes interesser ikke sættes på spil på grund af interessekonflikter, er investeringsselskaberne underlagt »best execution«-forpligtelser og regler om behandling af kundeordrer.

12. Der bør altid ske en afvejning mellem konkurrence og koncentration inden for handelsaktiviteter. Koncentration forbedrer markedernes likviditet og fremmer effektiviteten af kursdannelsemekanismen. Likviditet tiltrækker mere likviditet, og som resultat af denne cyklus, udvikler det mest succesrige marked sig til et naturligt monopol. Gennem årene er der opstået effektive monopoler af denne type på nationalt plan. Der er imidlertid bekymringer fremme om, at naturlige monopoler måske lægger hindringer i vejen for innovation og effektivitet under den nye markedsstruktur, hvor den fælles valuta kræver overgang til integrerede finansielle markeder for hele EU og euroområdet. Den foreslåede ophævelse af reglen om koncentration af handelen på regulerede markeder, som er indeholdt i det nuværende ISD, vil sammen med nye harmoniserede retlige rammer, som anerkender de nye handelssteder, styrke konkurrencen ved at tillade sidstnævnte at udfordre de regulerede markeds etablerede position. Den derved styrkede konkurrence vil støtte skabelsen af et effektivt og integreret paneuropæisk finansielt marked, hvilket også er i ECB's interesse. Det kan ikke udelukkes, at den intensiverede konkurrence mellem handelssystemer under den nye markedsstruktur kan føre til en midlertidig fragmentering af markedet med eventuelle negative følger for prisdannelsen. Direktivforslaget forholder sig imidlertid effektivt til en sådan bekymring ved at øge markedets gennemsigtighed. I denne sammenhæng bemærker ECB, at det er af afgørende betydning at sikre en passende prisgennemsigtighed, for så vidt angår

alle udførelsessteder, således at konkurrencen forbedrer den generelle markedseffektivitet. Desuden opstiller direktivforslaget »best execution«-regler med henblik på ved øget oplysning om udførelseskvaliteten at sikre, at formidlere har ordrekanaliseringsteknikker, der gør det muligt for investorer at opnå de bedst mulige betingelser på de forskellige handelssteder.

13. Som det også bemærkes i afdeling II i begrundelsen, er der voksende enighed blandt finansielle reguleringsmyndigheder og iagttagere om, at en større gennemsigtighed kan gøre det lettere at udnytte fordelene ved konkurrencen mellem handelsstederne og samtidig begrænse eventuelle ulemper for den generelle markedseffektivitet, f.eks. i form af fragmentering. Markedsgennemsigtighed anses almindeligvis for at være af central betydning for både fairness og effektivitet på et marked og i særdeleshed for likviditeten og kvaliteten af prisdannelsen på markedet. Det ville derfor være ønskeligt at have et sammenhængende system af gennemsigtighedsregler for alle aktivklasser og gældende for alle handelssteder. Gennemsigtighedsregler, som kun gælder for regulerede markeder og helt ser bort fra handel uden om børssystemet, vil være ufuldstændige og ikke have optimale virkninger, eftersom handel uden om børssystemet kan åbne adgang til handelsoplysninger, som er relevante for andre markedsdeltageres investeringsbeslutninger. På denne baggrund argumenteres der for, at alle markedsdeltagere bør kunne indregne oplysninger om sådanne handler eller handelsinteresser i deres investeringsbeslutninger og derved maksimere effektiviteten af kursdannelsen. For at undgå sådanne uheldige følger foreslår Kommissionen at øge markedets gennemsigtighed ved at pålægge alle investeringsselskaber en forpligtelse til at offentliggøre de købs- og salgskurser, som markedet er villigt til at afslutte handlerne til (gennemsigtighed før handel) på alle handelsstederne. Desuden fastsætter direktivforslaget indberetningskrav for de kurser, der handles til, og den omsætning, der finder sted, i de godkendte investeringsselskaber (gennemsigtighed efter handel). ECB støtter i princippet disse regler, i og med at de fremmer det grundlæggende mål om at gøre det muligt for investorerne at vælge de mest effektive handelssteder. Som følge heraf vil likviditeten strømme til de mest effektive markeder med deraf følgende forbedring af kursdannelsen.

14. ECB bemærker imidlertid, at det for at nå dette mål også ville være nødvendigt at skabe mulighed for fuld sammenlignelighed mellem de kurser, der tilbydes af forskellige handelssteder for samme finansielle instrumenter. Dette kunne opnås ved så vidt muligt at samle informationer om kurserne på finansielle instrumenter på europæisk plan. I betragtning af den teknologiske udvikling kan »best execution«-bestemmelsen kun fungere, hvis investorer og formidlere har oplysninger om noteringerne på hvert enkelt handelssted, hvor der handles værdipapirer. På et fuldt integreret europæisk marked må best execution (bedste købs-/salgskurser) nødvendigvis omfatte hele EU

og være baseret på noteringer, der er tilgængelige på EU-plan. Indsamling af information skulle sikre det bedste grundlag for, at den »bedste pris« finder anvendelse på den pågældende transaktion. Da den anden vigtige hindring for en sådan sammenligning, nemlig eksistensen af forskellige valutaer, er blevet fjernet med indførelsen af den fælles valuta, er der meget, der taler for at konsolidere kursoplysninger på EU- eller euroområdeplan. En sådan konsolidering bør først og fremmest tilstræbes af den private sektor, hvorved man sikrer, at sådanne oplysninger er fuldt tilgængelige for alle interesserede parter. De offentlige myndigheder kunne fungere som katalysatorer ved at fremme kollektive tiltag i den private sektor med henblik på at løse eventuelle koordineringsproblemer.

15. ECB bemærker desuden, at direktivforslaget begrænser forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel til transaktioner med aktier, som er optaget til notering på regulerede markeder, hvilket udelukker f.eks. transaktioner i gældsinstrumenter, som er noteret på de regulerede markeder. I denne sammenhæng er det værd at bemærke, at ved udgangen af 2002 var den nominelle værdi af gældsinstrumenter noteret på de regulerede markeder, som opfylder betingelserne for Eurosystemets kreditoperationer, større end markeds kapitaliseringen af børserne i EU. Direktivforslaget fritager med andre ord en meget betydelig aktivklasse for forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel. Desuden redegør hverken direktivforslaget eller begrundelsen for årsagerne til denne begrænsede gennemførelse af forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel. Tværtimod. Afsnit II i begrundelsen erklærer, at kernen i direktivforslaget er effektive gennemsigtighedsregler, som skal sikre, at markedsdeltagere i hele EU får adgang til relevante oplysninger om vilkårene for nyligt gennemførte handler og om aktuelle handelsmuligheder på alle markedspladser, handelsfaciliteter og andre handelssystemer⁽¹⁾. På linje med denne erklæring refererer artikel 23 i direktivforslaget til alle finansielle instrumenter, som er opført i bilag I i forbindelse med gennemsigtighedsforpligtelserne. Artikel 25, 26, 27, 28, 41 og 42 begrænser imidlertid uventet forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel til alene at omfatte aktier.

16. ECB understreger, at anvendelsen af de nye gennemsigtighedsregler på såvel gældsinstrumenter som aktier ville bidrage væsentligt til at fremme effektiviteten af kursdannelsesprocessen for disse værdipapirer samt til at bevare markedets integritet. Hvad angår det første spørgsmål, bemærker ECB, at langt den overvejende del af aktiver, som opfylder betingelserne for Eurosystemets kreditoperationer, er gældsinstrumenter, der er noteret på et reguleret marked. Disse aktiver handles imidlertid ofte på alternative

⁽¹⁾ Se begrundelseb, s. 13.

(dvs. ikke-regulerede) platforme. I sådanne tilfælde er den bedste kilde til kursdannelse måske ikke det regulerede marked, hvor aktivet er noteret. Det er af stor betydning for Eurosystemet at kunne definere en rigtig referencekurskilde for godkendte aktiver, eftersom værdiansættelsen af sådanne aktiver og anvendelsen af risikokontrolforanstaltninger næsten udelukkende forlader sig på markedskurser. Det er derfor vigtigt for Eurosystemet, at ikke kun det regulerede marked, hvor aktiverne er noteret, men også de alternative handelsplatforme, hvor en væsentlig del af transaktionerne finder sted, er underlagt kravet om gennemsigtighed for dermed at sikre en korrekt kursdannelse. Som Kommissionen også bemærker i begrundelsen, er MTF'er nu de vigtigste organiserede handelssystemer for obligationer, men tegner sig dog kun for 1 % af aktiehandelen i EU (¹). En begrænsning af forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel til kun at omfatte aktier ville derfor nødvendigvis betyde, at de foreslåede gennemsigtighedsregler kun på en meget begrænset område ville omfatte MTF'er. Dette er ikke fuldt på linje med målsætningerne i direktivforslaget. Desuden er det almindelig anerkendt, at kursgennemsigtighed er til gavn for markedets integritet. Hvis de, der ønsker at handle, er i stand til at maksimere deres oplysninger om aktuelle købs- og salgskurser og nyligt afsluttede handler på et bredt udvalg af de handelssystemer, hvor et instrument handles, således som det kommer til udtryk i standard 3 i Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalgs (CESR) Standarder for Alternative Handelssystemer, vil dette fremme kursgennemsigtigheden. En begrænsning af gennemsigtighedsreglerne til aktier ville således berøve de myndigheder, der har ansvaret for at afsløre markedsmissbrug, muligheden for at opfylde deres forpligtelser med hensyn til gældsmarkederne.

17. ECB bemærker, at Kommissionen i henhold til artikel 60 i direktivforslaget skal rapportere til Europa-Parlamentet og Rådet om den eventuelle udvidelse af bestemmelse om anvendelsesområde vedrørende forpligtelserne til gennemsigtighed før og efter handel til også at omfatte transaktioner i andre klasser af finansielle instrumenter end aktier senest fire år efter direktivforlagets ikrafttræden. ECB anbefaler imidlertid, at Kommissionen genovervejer gennemsigtighedsreglernes anvendelsesområde og udvider det til at omfatte gældsinstrumenter eller alle finansielle instrumenter, der er optaget til notering på regulerede markeder. Hvis dette ikke er muligt, bør den frist, der er angivet i artikel 60, afkortes til to år.

18. For det femte, reglerne vedrørende clearing- og afviklingssystemer. ECB kan tilslutte sig Kommissionens beslutning om ikke at lade direktivforslaget omfatte reguleringen af clearing og afvikling og er enig i de underliggende grunde,

således som de kommer til udtryk i afdeling V.1 i begrundelsen. En effektiv clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner har stor betydning for værdipapirmarkedets ordnede funktion, pengepolitikens effektivitet og stabiliteten af det finansielle system som helhed. På grund af den systemiske betydning af, at markedsoperatørerne tilbyder sådanne tjenesteydelser og på grund af de komplekse tekniske og politiske hensyn, det indebærer, bør reguleringen af disse særskilte typer markedsfunktioner behandles separat. På den anden side kræver den nøje forbindelse mellem handel og efterhandel en samordnet regulering. ECB anbefaler derfor, at Kommissionen udarbejder et hensigtsmæssigt system for clearing og afvikling. ECB er yderst interesseret i den løbende debat om indholdet af et fællesskabsprogram om efterhandelens infrastruktur og tilsiger Kommissionen sin fulde støtte til fastlæggelse af hovedlinjerne i de tiltag, der måtte blive foreslået.

19. I lyset af de foregående overvejelser indskrænker direktivforslaget sin behandling af clearing og afvikling til en tydeliggørelse af investeringsselskabers og regulerede markeds rettigheder med hensyn til fri adgang til clearing- og afviklingsfaciliteter i andre medlemsstater. I henhold til artikel 32, stk. 1, skal medlemsstaterne sikre, at investeringsselskaber fra andre medlemsstater har mulighed for at få direkte og indirekte adgang til centrale modparts-, clearing- og afviklingssystemer på deres respektive områder med henblik på at afslutte transaktioner med finansielle instrumenter, og denne adgang til sådanne faciliteter er underlagt samme krav om gennemsigtighed og samme objektive kommercielle kriterier som dem, der gælder for lokale deltagere. I særdeleshed må medlemsstaterne ikke begrænse anvendelsen af disse faciliteter til kun at omfatte clearing og afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på et reguleret marked eller en MTF på deres respektive områder. Tilsvarende skal medlemsstaterne i henhold til artikel 32, stk. 2, sikre, at regulerede markeder på deres respektive områder giver direkte og indirekte medlemmer og deltagere samt fjernmedlemmer og -deltagere ret til at vælge afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter, der gennemføres på det regulerede marked. ECB støtter den opfattelse, at alle investeringsselskaber bør have lige mulighed for at slutte sig til eller opnå adgang til regulerede markeder i hele Fællesskabet og deler det synspunkt, at det uanset den måde, hvorpå transaktioner i øjeblikket er organiseret i medlemsstaterne, er vigtigt at ophæve tekniske og retlige begrænsninger for direkte og indirekte adgang samt fjernadgang til regulerede markeder. Med henblik på at lette afslutningen af grænsoverskridende transaktioner, deler ECB ligeledes den opfattelse, at det er formålstjenligt at give investeringsselskaber, herunder dem, der driver MTF'er, adgang til clearing- og afviklingssystemer i hele Fællesskabet, uanset om transaktioner afsluttes gennem regulerede markeder i de pågældende medlemsstater eller ej. Med hensyn til adgang til og valg af centrale modparter har ECB allerede offentliggjort sine synspunkter vedrørende behovet for åben adgang med henblik på at sikre lige konkurrencevilkår for alle udbydere af tjenesteydelser.

(¹) Se rubrikken om Udviklingen i handelen med værdipapirer inden for EU på side 8 i begrundelsen.

20. ECB deler Kommissionens opfattelse af, at investeringsselskaber, som ønsker at deltage direkte i partnerlandets afviklingssystemer, bør opfylde de relevante drifts- og forretningsmæssige betingelser for medlemskab samt de forsigtighedsmæssige krav med henblik på at opretholde finansmarkedernes gnidningsløse og ordnede funktion, som anført i betragtning 35. ECB forstår, at udtrykket »forsigtighedsmæssige krav« ikke refererer til systemudbydere interne risiko- og kontrolforholdsregler, men til forholdsregler gennemført af offentlige myndigheder med ansvar for finansmarkedernes ordnede funktion. Dette bør derfor komme til udtryk i direktivforslagets ordlyd ved, at ikke kun forsigtighedsmæssige krav, men også krav om tilsyn, tages med, eftersom finansmarkedernes gnidningsløse og ordnede funktion også kan sikres ved andre reguleringsmæssige forholdsregler, som måtte være på plads i medlemsstaterne.
21. I henhold til artikel 32, stk. 2, er retten for medlemmer af eller deltagere i et reguleret marked til at vælge afviklingssystem for transaktioner med finansielle instrumenter udført på det pågældende regulerede marked bl.a. betinget af, »at den kompetente myndighed, der er ansvarlig for det regulerede marked, er enig i, at de tekniske betingelser for afvikling af transaktioner på det regulerede marked gennem et andet afviklingssystem end det, der er valgt af det regulerede marked, er egnede til at sikre de finansielle markeders gnidningsløse og ordnede funktion«. I tråd med den foregående kommentar bør det bemærkes, at kompetencen til at sikre finansmarkedernes gnidningsløse og ordnede funktion ligger hos andre myndigheder end markedsmyndighederne, såsom myndigheder med specifik kompetence inden for clearing og/eller afvikling af værdipapirtransaktioner (på regulerede markeder), i henhold til den enkelte medlemsstats lovgivning. Ordlyden i artikel 32 bør ligeledes tage hensyn til disse myndigheder og potentielt koordinere deres respektive roller. I stedet for at gøre retten til at vælge betinget af en særlig aftale med de(n) kompetente myndighed(er) kunne det derudover være tilrådeligt at indføre harmoniserede minimumskrav. I denne forbindelse bør man anerkende centralbankernes interesse i eller kompetence til at opretholde en gnidningsløs funktion af clearing og afvikling af værdipapirer. ECB forstår, at Kommissionen, i og med at den beder CESR rådgive sig, ligeledes vil give CESR mandat til at rådføre sig med NCB'erne med hensyn til gennemførelsesbestemmelserne i artikel 32, stk. 4.
22. ECB forstår, at artikel 32, stk. 4, tilsigter at skabe objektive kriterier for de kompetente myndigheder til at vurdere valget af et bestemt system for indirekte medlemmer eller fjernmedlemmer af eller indirekte deltagere eller fjern-deltagere i et indenlandsk reguleret marked. Det er af afgørende betydning at sikre, at de kompetente myndigheder ikke opfattes af deltagerne som diskriminerende til fordel for hjemlige systemer, i tilfælde hvor disse myndigheder ikke er enige i et bestemt valg, forudsat deres beslutning er baseret på objektive og harmoniserede kriterier. Når først de relevante beslutningstagende organer har godkendt ESCB-CESR-anbefalingerne, kunne de blive benchmark for NCB'erne og andre kompetente myndigheder.
23. For det sjette, udveksling af oplysninger og rapporteringskrav. ECB byder artikel 54, stk. 6, velkommen, idet den fjerner enhver retlig barriere for udveksling af oplysninger mellem kompetente myndigheder og ESCB's medlemmer, herunder NCB'erne og ECB, med henblik på at udføre deres respektive opgaver. Den stigende integration af finansmarkederne inden for EU og euroområdet kræver afgjort en øget indsats for at samarbejde og udveksle relevante oplysninger på en hurtig og effektiv måde. Dette bør i særdeleshed omfatte de relevante tilsynsmyndigheder på multinationalt og multisektorniveau samt NCB'erne.
24. Endelig bemærker ECB, at værtslandene i henhold til artikel 56 i direktivforslaget til statistisk brug kan kræve, at alle filialer på deres respektive område regelmæssigt indsender en rapport om deres aktiviteter. ECB ønsker at gøre opmærksom på, at en undergruppe af investeringsselskaber og -filialer udgør en del af ECB's referencepopulation med henblik på at opfylde ECB's statistiske rapporteringskrav, som defineret i artikel 1 i Rådets forordning (EF) nr. 2533/98 af 23. november 1998 om Den Europæiske Centralbanks indsamling af statistisk information⁽¹⁾. Med henblik på at minimere rapporteringsbyrden anbefaler ECB, at myndighederne checker de allerede tilgængelige statistiske data, før der fremsættes yderligere krav om indsamling af statistik i medfør af artikel 56 i direktivforslaget. Når statistiske oplysninger indsamles i medfør af denne artikel, ville ECB endvidere hilse en udveksling af information velkommen.
25. Denne udtalelse offentliggøres i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 12. juni 2003.

Formand for ECB

Willem F. DUISENBERG

⁽¹⁾ EFT L 318 af 27.11.1998, s. 8.