

EUROPEISKA CENTRALBANKEN

EUROPEISKA CENTRALBANKENS YTTRANDE

av den 12 juni 2003

på begäran av Europeiska unionens råd över Europaparlamentets och rådets förslag till direktiv om investeringstjänster och reglerade marknader samt om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG (KOM(2002) 625 slutlig)

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Den 16 december 2002 erhöll Europeiska centralbanken (ECB) en begäran från Europeiska unionens råd om yttrande över Europaparlamentets och rådets förslag till direktiv om investeringstjänster och reglerade marknader samt om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG (KOM(2002) 625 slutlig) (nedan kallat "direktivförslaget").
2. ECB:s behörighet att avge yttrande grundas på artikel 105.4 första strecksatsen i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen (nedan kallat "fördraget") och artikel 3.3 i stadgan för Europeiska centralbanksystemet och Europeiska centralbanken (nedan kallad "stadgan"), eftersom det föreslagna direktivet innehåller bestämmelser som har betydelse för de europeiska finansiella marknadernas integration och kan påverka den finansiella stabiliteten. Detta yttrande har antagits av ECB-rådet i enlighet med artikel 17.5 första meningen i Europeiska centralbankens arbetsordning.
3. Det huvudsakliga syftet med direktivförslaget är att uppdatera den rättsliga ramen för investeringstjänster så att hänsyn tas till de senaste årens grundläggande förändringar på de europeiska finansiella marknaderna. Efter antagandet av rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet⁽¹⁾, har informationsteknologins utveckling medfört viktiga konsekvenser för värdepappersmarknadernas struktur och effektivitet. Samtidigt har det skett en markant ökning av gränsöverskridande transaktioner till följd av införandet av euron, vilket har ökat behovet av en verkligt integrerad europeisk värdepappersmarknad.
4. Mot denna bakgrund välkomnar och stödjer ECB i huvudsak direktivförslaget, som syftar till att förbättra den rättsliga harmoniseringen och utvidga den till nya investeringstjänster och finansiella instrument. Direktivförslaget behandlar nya frågor som har samband med den ökande konkurrensen mellan fondbörser och nya transaktionsplattformar, och fastställer regler som skall säkerställa att olika transaktionskanaler omfattas av samma regler och därför kan konkurrera med varandra samtidigt som investerarskyddet, marknadsinsynen och effektiviteten garanteras. För att uppnå de ovan nämnda målen innehåller direktivförslaget ett vittomfattande regelverk som rör samtliga handelsplatser, dvs. reglerade marknader, multilaterala handelssystem (MTF – multilateral trading facilities) och intermediärer som utför kundorder internt. Emellertid anser ECB att direktivförslaget skulle kunna klargöra ett antal frågor, vilket förklaras närmare nedan.
5. För det första, tillämpningen av den lagstiftningsmetod som rekommenderades av visemannakommittén för reglering av de europeiska värdepappersmarknaderna (visemannakommittén). På det hela taget välkomnar ECB användandet av kommittéförfarandet enligt direktivförslaget, vilket rekommenderades av visemannakommittén. Kommitténs rapport syftar till att göra EU:s värdepapperslagstiftning effektivare, flexiblare och tydligare, vilket gör det möjligt att reagera på den dynamiska marknadsutvecklingen på ett ändamålsenligt sätt och i rätt tid. Mot bakgrund av detta syfte är valet av rättsligt instrument – direktiv eller förordning – en fråga av stor vikt. Som visemannakommittén anförde "ger [direktiv] större manöverutrymme för medlemsstaterna när de genomför gemenskapslagstiftningen men leder allt för ofta till ojämn överföring och olika tolkningar." Enligt visemannakommitténs terminologi faller direktivförslaget in under kategorin lagstiftning på nivå 1, dvs. övergripande principer. Det anger "viktiga politiska alternativ som Europaparlamentet och rådet måste välja" för de centrala delarna av det finansiella tjänsteområdet. De övergripande principerna bör genomföras med gemenskapslagstiftning på nivå 2, snarare än av medlemsstaterna,

⁽¹⁾ EGT L 141, 11.6.1993, s. 27.

eftersom sådan nationell lagstiftning leder till heterogena rättsregler. De övergripande principerna bör vara de samma och gälla konformt över hela EU-området. Antingen kan man eliminera medlemsstaternas manövertrymme vid genomförandet av det föreslagna direktivet, i vilket fall användningen av direktiv är olämpligt, eller också ges de viss handlingsfrihet varigenom "de grundläggande principerna" kommer att medföra skillnader inom EU. Om rättsakter både på nivå 1 och nivå 2 utgörs av direktiv som kräver nationellt genomförande löser detta inte ett av de problem som enligt visemannakommittén förseñar utvecklingen av de europeiska värdepappersmarknaderna, nämligen "frånvaron av en tydlig reglering för hela Europa". I fråga om "ramlagstiftning" på nivå 1 anförde visemannakommittén: "Förordningar bör användas i större utsträckning, de är att föredra framför direktiv... Kommittén anser att förordningar bör användas så långt det är möjligt." ECB stödde visemannakommitténs slutsatser, vilket även Europeiska rådet i Stockholm i mars 2001 uttryckligen gjorde i sitt godkännande av rapporten. Enligt ECB erbjuder förordningar helt klart betydande fördelar i jämförelse med direktiv, eftersom de är direkt tillämpliga och inte behöver implementeras genom nationell lagstiftning. Den därav följande enhetligheten i fråga om övergripande grundläggande principer bör leda till gemenskaps genomförande på nivå 2 som beaktar nationella särdrag i fråga om detaljer. Behovet av att beakta nationella tekniska särdrag uppstår på nivå 2, eftersom den har att göra med särskilda genomförandebestämmelser, medan nivå 1 endast fastställer de grundläggande övergripande principerna för den ifrågavarande lagstiftningen. Därför föredrar ECB som regel att framtida gemenskapsrättsakter som innehåller sådana grundläggande övergripande bestämmelser antas i form av förordningar i stället för direktiv, och att genomförandet av sådana principer överlämnas till lagstiftning på nivå 2 genom kommittéförfarande där nationella tekniska behov beaktas.

melserna som bör överlämnas på nivå 2. Som en möjlig ledande princip skulle tillämpningsområdet för regler som skall antas genom lagstiftning på nivå 2 kunna utökas så långt som möjligt för att uppnå en hög grad av harmonisering och flexibilitet i regleringen av europeiska värdepappersmarknader. Som ett specifikt exempel anser ECB att de "grundläggande definitioner" som anges i artikel 3.1 i direktivförslaget skulle kunna vinna på detaljerade genomförandebestämmelser på nivå 2 i den mån de behöver klargöras (artikel 3.2). Särskilt i fråga om definitionen av "finansiella instrument" skulle det vara lämpligt att inkludera möjligheten att ändra förteckningen i avsnitt C i bilaga I genom kommittéförfarandet, om så behövs inom vissa begreppsmässiga gränser, för att inte ändra direktivförslagets tillämpningsområde. På detta sätt skulle det bli enklare att ha grundläggande övergripande principer i en gemensam, direkt tillämplig europeisk rättsakt som gäller framför andra rättsakter inom hela EU. På senare tid har det i diskussioner kring kommittéförfarandet pekats på möjliga allmängiltiga kriterier för valet av förordningar eller direktiv på nivå 2. ECB skulle stödja en tänkbar användning av direktiv för genomförande lagstiftning på nivå 2, när nationella särdrag behöver beaktas i detalj. Slutligen noterar ECB att i allmänhet skall medlemsstaternas nationella centralbanker vara nära involverade i utarbetandet av genomförandebestämmelser som har samband med deras respektive behörighet (t.ex. system för clearing och avveckling, se även punkterna 18–22 i yttrandet).

6. Visemannakommittén betonar att lagstiftning skall visa en klar och effektiv skiljelinje mellan de övergripande principerna (nivå 1) och de detaljerade reglerna för genomförandet (nivå 2). Emellertid är denna skiljelinje inte uppenbar i det föreslagna direktivet. I vissa fall är övergripande principer redan utformade på ett mycket detaljerat sätt (t.ex. bestämmelserna om villkoren och förfarandena för auktorisation i kapitel I i avdelning II). På andra ställen är däremot övergripande principer mycket mera abstrakta och ett stort antal bestämmelser kommer att kräva definition på lagstiftningsnivå 2 (t.ex. villkoren för verksamheten i värdepappersföretag som fastställs i kapitel II i avdelning II). ECB anser därför att direktivförslaget kan förbättras ytterligare vad gäller skiljelinjen mellan de övergripande principerna på nivå 1 och de detaljerade genomförandebestäm-

7. För det andra, undantagen från direktivförslagets tillämpningsområde. ECB noterar att artikel 2.1 f och artikel 2.2 undantar medlemmar i Europeiska centralbankssystemet (ECBS) från direktivförslagets tillämpningsområde. ECB välkomnar sådana regler som upprepar undantag som redan finns i det nuvarande direktivet om investeringstjänster samtidigt som hänsyn tas till den nya institutionella ramen som fastställs i fördraget, eftersom ECBS enligt artikel 107 i fördraget och artikel 1.2 i stadgan för ECBS/ECB består av ECB och de nationella centralbankerna i samtliga medlemsstater. Mer specifikt uppdaterar artikel 2.2 i direktivförslaget den nuvarande ordalydelsen i artikel 2.4 i direktivet om investeringstjänster. ECB välkomnar denna regel som beaktar att värdepappersföretag inte på grundval av direktivförslaget har en automatisk rättighet att bli motpart till de nationella centralbankerna. I själva verket berättigar den särskilda naturen hos de uppgifter som utförs av de nationella centralbankerna i Eurosystemet en särskild rättslig ordning, vilket fastställs i fördraget och stadgan och från vilken gemenskapens sekundärrätt inte kan avvika, och detta understryks särskilt genom deras oberoende ställning. Det skall här påminnas om att i artikel 105 i fördraget anges ECBS grundläggande uppgifter (dvs. att ut-

forma och genomföra gemenskapens monetära politik, genomföra valutatransaktioner, inneha och förvalta medlemsstaternas officiella valutareserver och att främja ett väl fungerande betalningssystem) vilka skall utföras under iakttagande av de riktlinjer som antas av ECBS:s beslutsfattande organ. ECB och Eurosystemets nationella centralbanker har dessutom särskilda operativa uppgifter som inbegriper alla slags banktransaktioner med länder utanför Eurosystemet och med internationella organisationer enligt artikel 23 i stadgan, och när det gäller ECB, förvaltning av ECB:s kapital som tecknats av de nationella centralbankerna i enlighet med artiklarna 28 och 29 i stadgan. När det gäller penningpolitiska transaktioner vill ECB understryka att i Europeiska centralbankens riktlinje ECB/2000/7 av den 31 augusti 2000 om Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden⁽¹⁾, och särskilt i dess bilaga I (Allmän dokumentation av Eurosystemets penningpolitiska instrument och förfaranden), föreskrivs att motparter till Eurosystemets penningpolitiska transaktioner skall uppfylla vissa urvalskriterier som definieras utifrån en icke-diskriminerande grund. Målet är att ge en bred krets av kreditinstitut tillträde till Eurosystemets penningpolitiska transaktioner, och därigenom stärka likabehandlingen av institut över hela euroområdet och samtidigt säkerställa att godtagbara motparter till Eurosystemet uppfyller vissa tillsynskrav och operativa krav. Undantagen i artikel 2.1 och 2.2 minskar all eventuell osäkerhet beträffande räckvidden av de rättigheter som direktivförslaget medför och undanröjer ett möjligt missförstånd att direktivet om investeringstjänster skulle resultera i att värdepappersföretag erhåller en automatisk rättighet att bli motparter vid centralbanksoperationer.

8. För det tredje, reglerna om intermediärer. Enligt artikel 1.2 i direktivförslaget skall kreditinstitut som utför investeringstjänster omfattas av bestämmelserna i artiklarna 12 och 13 (organisationskrav, handel och avveckling av transaktioner i MTF) liksom av kapitlen II och III i avdelning II (villkor för verksamheten i värdepappersföretag och värdepappersföretagens rättigheter). ECB välkomnar tillämpningen av dessa bestämmelser på kreditinstitut i syfte att bevara lika konkurrensvillkor för marknadens aktörer och handelsplatser och garantera samordningen med bestämmelserna i direktiv 2000/12/EG. Dessutom utgår ECB ifrån att kapitel II i avdelning IV, som handlar om samarbete mellan olika medlemsstaters behöriga myndigheter, icke desto mindre kommer att gälla för kreditinstitutens gränsöverskridande tillhandahållande av investeringstjänster. I själva verket, reglerar dessa bestämmelser tillsynssamarbetet på ett sätt som är specifikt för gränsöverskridande tillhandahållande av investeringstjänster, exempelvis när det gäller frågor om skydd för privata investerare, oavsett om de tillhandahålls av kreditinstitut eller inte. ECB utgår därför ifrån att ovannämnda kapitel II i avdelning IV nödvändigtvis kommer att omfatta kreditinstitut precis som vilken

annan typ av tillhandahållare av investeringstjänster. ECB finner även att bilaga I i direktiv 2000/12/EG, som innehåller förteckningen över verksamheter som skall vara föremål för ömsesidigt erkännande, kan behöva ändras. Sak-kunniga instanser inom banksektorn skulle kunna ange vilka ändringar som kan vara motiverade.

9. ECB noterar vidare att enligt artikel 62 i direktivförslaget skall värdepappersföretag som endast tillhandahåller tjänster i form av investeringsrådgivning undantas från kapitalkraven som anges i rådets direktiv 93/6/EEG av den 15 mars 1993 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut⁽²⁾ (CAD). I själva verket, vilket anges i avsnitt III.1 i motiveringen, ger inte investeringsrådgivning upphov till marknadsrisker eller systemrisk, vilket är grunden för regleringen i CAD. Investeringsrådgivning kan i stället vara en källa till operativ risk, eftersom företag som inte lever upp till avsedd standard kan krävas på skadestånd av enskilda kunder, vilket således kan påverka företagets stabilitet. För att komma till rätta med det eventuella behovet av att kompensera investerare införs genom artikel 11.2 i direktivförslaget en skyldighet för värdepappersföretag som endast tillhandahåller investeringsrådgivning att inneha en yrkesansvarsförsäkring som ett alternativ till de krav på startkapital som föreskrivs i CAD. I detta hänseende skulle ECB vilja dra uppmärksamheten till det faktum att operativ risk erkänns alltmer inom ramen för regleringar, mot bakgrund av dess möjliga skadliga inverkan på ett instituts stabilitet. Det förutses särskilt att operativ risk, som också härrör från tillhandahållande av investeringsrådgivning, kommer att omfattas av EU:s reviderade regelverk avseende kapitalkrav för banker och värdepappersföretag. Därför kan även värdepappersföretag som enbart tillhandahåller investeringsrådgivning i framtiden komma att omfattas av kapitalkrav som har samband med den operativa risken förknippad med sådan verksamhet. ECB föreslår därför att tänkbara alternativ till de allmänna kapitalkraven i CAD bör övervägas noggrant, och eventuellt även begränsas till sin omfattning, med tanke på den kommande översynen av reglerna om kapitalkrav.
10. Dessutom delar ECB den oro som direktivförslaget tar fasta på när det gäller behovet att vidta effektiva åtgärder mot eventuella intressekonflikter. I direktivförslaget föreskrivs sådana åtgärder i två fall. Enligt artikel 16.1 och 16.2 ställs kravet att värdepappersföretag skall identifiera potentiella

⁽¹⁾ EGT L 310, 11.12.2000, s. 1, ändrad genom riktlinje ECB/2002/2 av den 7 mars 2002 (EGT L 185, 15.7.2002, s. 1).

⁽²⁾ EGT L 141, 11.6.1993, s. 1, senast ändrad genom Europaparlamentets och rådets direktiv 98/33/EG (EGT L 204, 21.7.1998, s. 29).

intressekonflikter i sin verksamhet och att de skall finna lämpliga operativa lösningar för att antingen förhindra eller hantera sådana konflikter för att undvika negativa effekter. Enligt artikel 36.1 a ställs på samma sätt kravet att reglerade marknader skall införa system för att kunna identifiera och hantera möjliga negativa följder av intressekonflikter, särskilt när de skulle kunna uppstå på grund av reglerande funktioner som delegerats till marknaden av den behöriga myndigheten. ECB välkomnar dessa bestämmelser, särskilt då den delar kommissionens allmänna bedömning i motiveringen att potentialen för intressekonflikter kan komma att intensifieras i samband med den ökande konkurrensen mellan olika metoder för orderutförande och också mellan handelsplatser av samma slag. Därutöver anser ECB att lämpliga bestämmelser om intressekonflikter på handelsplatser även kan bidra till att säkerställa lika konkurrensvillkor för marknadens aktörer. ECB skulle vilja framföra följande kommentarer i avsikten att förbättra de relevanta bestämmelserna om intressekonflikter. För det första föreskrivs i artikel 16.2 att värdepappersföretag skall vidta förebyggande åtgärder mot möjliga intressekonflikter mellan dem själva och deras kunder, eller utforma och driva organisatoriska och administrativa system för att hantera sådana konflikter. Direktivförslaget kan emellertid anses föreslå förebyggande och skyddande krav som alternativ, samtidigt som dessa i allmänhet anses, även i doktrinen, som komplementära när det gäller tillsyn över finansiella intermediärer och särskilt investerarskydd. Exempelvis är det rimligt att förekomsten av en intressekonflikt meddelas en kund innan en transaktion utförs och inte enbart när en sådan konflikt väl visat sig skadlig. Mot denna bakgrund anser ECB att den föreslagna artikeln 16.2 borde behandla förebyggande och skyddande åtgärder mot intressekonflikter som komplementära i stället för alternativa. Detta skulle också vara i linje med den föreslagna ordalydelsen i artikel 36.1 a. För det andra, välkomnar ECB möjligheten att göra artikel 16.2 effektivare genom lagstiftning på nivå 2. ECB noterar emellertid att den andra bestämmelsen i direktivförslaget som handlar om intressekonflikter (ovannämnda artikel 36 om reglerade marknader) inte föreskriver några liknande detaljerade genomförandebestämmelser. Mot bakgrund av vikten av effektiva åtgärder mot möjliga intressekonflikter i det nya regelverket, skulle ECB föredra att det införs kommittébestämmelser inte enbart i artikel 16, utan även i artikel 36. Ett sådant allmänt kommittébaserat tillvägagångssätt skulle inte enbart hjälpa till att ta itu med framväxande intressekonflikter och förfarandena för att handskas med dem, utan det skulle också underlätta för jämförbara arbetsmetoder, när så är lämpligt, bland de olika transaktionsformerna.

11. För det fjärde, det nya regelverket för orderutförande. Samtidigt som direktivförslaget bevarar den nuvarande tvådelade klassificeringen i reglerade marknader och värdepap-

persföretag, införs drivandet av MTF som en ny huvudtjänst inom ramen för direktivet om investeringstjänster, och värdepappersföretag som driver sådana enheter tillåts därigenom att bli auktoriserade och att omfattas av ett särskilt avpassat regelverk. MTF har visat snabba teknologiska framsteg på senare år och har varit viktiga som stöd för utvecklingen bort från nationell strukturell stelhets till gränsöverskridande handel och gränsöverskridande förbindelser, vilket tillåter ett effektivare utnyttjande av den inre marknadens fördelar. Förslaget att införa drivandet av MTF som en ny huvudtjänst inom ramen för investeringstjänstedirektivet är därför välkommet, eftersom det beaktar den föränderliga naturen hos finansiell förmedling och gör det möjligt för MTF att göra sina enheter och tjänster tillgängliga för användare inom hela EU och euroområdet. Dessutom innehåller direktivförslaget regler avseende intermediärer som utför kundorder internt. I förslaget ges dessutom regler om intermediärer som verkställer kundorder internt. För att säkerställa att kundernas intressen inte äventyras genom förekomsten av intressekonflikter omfattas värdepappersföretag av skyldigheter vad gäller "bästa möjliga utförande" och av regler för kundorderhantering.

12. Det förekommer alltid en växelverkan mellan konkurrens och koncentration i handelsverksamhet. Koncentration förbättrar marknadernas likviditet och medför en förbättrad prisbildning. Likviditet drar till sig mer likviditet och, som ett resultat av detta kretslopp, blir den marknad som lyckas bäst ett naturligt monopol. Under årens lopp har effektiva naturliga monopol av detta slag uppstått på nationell nivå. Det finns emellertid en oro för att nationella monopol kan utgöra hinder för innovation och effektivitet i en ny miljö, där den gemensamma valutan kräver ett integrerat EU och med gemensamma finansmarknader. Förslaget att upphäva regeln om koncentration av handel på reglerade marknader, som finns i det nuvarande direktivet om investeringstjänster, tillsammans med ett nytt harmoniserat regelverk som erkänner de nya handelsplatserna, kommer att förbättra konkurrensen genom att de sistnämnda tillåts utmana de reglerade marknadernas etablerade ställningar. Den förbättrade konkurrens som detta leder till kommer att utgöra stöd för skapandet av en effektiv och integrerad all-europeisk finansmarknad, vilket även ligger i ECB:s intresse. Det kan inte uteslutas att intensifierad konkurrens mellan handelsplatser i denna nya miljö kan leda till tillfällig marknadsuppdelning, med möjliga negativa konsekvenser för prisbildningen. Direktivförslaget tar dock effektivt itu med denna oro genom att öka marknadsinsynen. I detta sammanhang noterar ECB att det är avgörande att säkerställa tillbörlig pristransparens i förhållande till alla transaktionskanaler så att konkurrensen stärker den totala marknadens effektivitet. Dessutom innehåller direktivförslaget regler om "bästa möjliga utförande" för att säkerställa, genom ett ökat avslöjande av kvalitén i utförandet,

att intermediärer har en praxis för orderhantering som tillåter investerare att erhålla de bästa villkor som är tillgängliga på olika marknadsplatser.

13. Såsom det noteras i avsnitt II i motiveringen råder det en allt större samsyn bland de finansiella tillsynsmyndigheterna och bedömarna att ett effektivt system för insyn kan göra det möjligt att dra nytta av fördelarna med konkurrens mellan handelsplatser, samtidigt som eventuella negativa konsekvenser för den övergripande effektiviteten på marknaden begränsas, t.ex. i form av uppdelning. Marknadsinsyn anses allmänt som en viktig faktor både för att marknaden skall vara rättvis och effektiv och särskilt för att den skall vara likvid och för att prisbildningen skall hålla hög kvalitet. Därför skulle det vara önskvärt att ha ett överensstämmande insynsystem för alla tillgångsslag som förekommer på alla marknadsplatser. Ett insynsystem som är begränsat till reglerade marknader och som inte tar hänsyn till orderutförande "utanför börserna" kommer att vara ofullständigt i räckvidd och inte tillräckligt effektivt, eftersom handeln utanför börserna kan innehålla handelsinformation som är av vikt för investeringsbeslut. På denna grund hävdas det att alla deltagare på marknaden skall ha möjlighet att beakta information om sådan handel eller handelsintressen vid sina investeringsbeslut och därigenom maximera effektiviteten hos prisbildningen. För att undvika sådana icke önskvärda konsekvenser föreslår kommissionen att marknadsinsynen skall stärkas genom att det föreskrivs en skyldighet att offentligt redovisa de köp- och säljkurser till vilka marknaden är villig att genomföra transaktionen (insyn före transaktionen) på alla handelsplatser. Den fastställer vidare rapporteringskrav som avser priser och volymer för handel som utförts av godtagbara enheter (insyn efter transaktionen). ECB välkomnar i huvudsak dessa regler som innebär ett steg mot det grundläggande målet att möjliggöra för investerare att välja de effektivaste handelsplatserna. Som en konsekvens kommer likviditeten så småningom att söka sig till de effektivare marknaderna, vilket medför en förbättrad prisbildning.

14. ECB noterar emellertid att för att uppnå detta mål blir det också nödvändigt att tillhandahålla medel för en fullständig jämförelse av prisvillkoren som erbjuds av olika handelsplatser för samma finansiella instrument. Detta skulle kunna uppnås genom att information om priser på finansiella instrument sammanställs i så stor utsträckning som möjligt på europeisk nivå. Till följd av utvecklingen på teknologiområdet, är det naturligtvis bara om investerare och intermediärer har information om marknadsnoteringarna för varje handelsplats där det handlas med värdepapper som det verkligen är meningsfullt med bästa möjliga utförande. På en fullständigt integrerad europeisk marknad måste regeln om bästa möjliga utförande (bästa köpkurs/bästa säljkurs) gälla hela EU och baseras på marknadsnote-

ringar som är tillgängliga inom hela EU. En sammanställning av informationen borde medföra att "bästa pris" tillämpas på relevanta transaktioner. Eftersom det andra stora hindret för en sådan jämförelse, förekomsten av olika valutor, har undanröjts inom euroområdet genom införandet av den gemensamma valutan, finns det verkligen starka skäl för att sammanställa prisinformation på EU-nivå eller euroområdesnivå. En sådan sammanställning bör först och främst utföras av den privata sektorn och som därvid säkerställer att alla intresserade parter har fullständig tillgång till denna information. Offentliga myndigheter skulle kunna agera som katalysatorer genom att stödja gemensamma åtgärder inom den privata sektorn för att lösa eventuella samordningsproblem.

15. ECB noterar vidare att direktivförslaget begränsar skyldigheterna som rör information före och efter handeln till transaktioner med aktier som är noterade på reglerade marknader och undantar exempelvis transaktioner med skuldinstrument som är noterade på reglerade marknader. I detta hänseende är det värt att notera att den nominella utestående summan av skuldinstrument noterade på reglerade marknader skulle kunna godtas för Eurosystemets kredittransaktioner vid slutet av år 2002 översteg börsvärdet för EU:s fondbörs. Med andra ord, direktivförslaget lämnar ett mycket betydande tillgångsslag utanför kraven på insyn före och efter handeln. Dessutom förklaras det varken i direktivförslaget eller i motiveringen vilka skälen är för detta begränsade genomförande av skyldigheten till insyn före och efter handeln. Däremot, i avsnitt II i motiveringen anges det att direktivförslaget innehåller ett effektivt system för insyn som försöker säkerställa att lämplig information om villkoren för de senast avslutade transaktionerna och aktuella affärsmöjligheter på alla marknadsplatser, handelssystem och andra transaktionskanaler blir tillgänglig för marknadsaktörerna inom hela EU (!). I linje med denna deklaration hänvisas det i artikel 23 i direktivförslaget i samband med insynsskyldigheterna till alla finansiella instrument som förtecknas i bilaga I. I artiklarna 25, 26, 27, 28, 41 och 42 begränsas emellertid oväntat kraven på insyn före och efter handeln till att avse aktier.

16. ECB betonar att en tillämpning av de nya insynsreglerna på skuldinstrument likaväl som på aktier skulle innebära ett betydelsefullt bidrag till effektiviteten i prisbildningsprocessen för dessa värdepapper och till bevarandet av marknadsintegriteten. Vad gäller den första frågan, noterar ECB att en stor majoritet av tillgångar som är godtagbara för Eurosystemets kredittransaktioner är skuldinstrument noterade eller marknadsnoterade på en reglerad marknad. Det handlas emellertid ofta med dessa tillgångar på alternativa

(!) Se motiveringen, s. 13.

(t.ex. icke reglerade) plattformar. I sådana fall är den bästa källan för prisinformation kanske inte den reglerade marknaden där tillgången är noterad. Det är av stor vikt för Eurosystemet att definiera en källa för korrekta referenspriser för de godtagbara tillgångarna, eftersom värderingen av sådana tillgångar och tillämpningen av åtgärder för riskkontroll nästan helt och hållet grundas på marknadspriser. Därför är det viktigt för Eurosystemet att inte enbart den reglerade marknaden där tillgången är noterad, utan också de alternativa handelsplattformarna, där en betydande del av transaktionerna äger rum, omfattas av insynsskyldigheterna, så att en korrekt prisinformation säkerställs. Vilket även kommissionen noterar i motiveringen, så är nu MTF de huvudsakliga organiserade handelsplatserna för obligationshandel och redovisning, men bara för 1 % av volymen för aktiehandeln inom EU (¹). En begränsning av insynsskyldigheterna före och efter handeln till att omfatta enbart aktier skulle därför innebära att det föreslagna insynssystemet endast skulle täcka MTF på ett mycket begränsat sätt. Detta ligger inte helt i linje med direktivförslaget mål. Dessutom är det allmänt erkänt att pristransparens är fördelaktigt för marknadsintegriteten. Om de som önskar handla har möjlighet att maximera sin information om aktuella köp- och säljkurser samt senast avslutade transaktioner inom ett stort antal system där det handlas med ett instrument, såsom det föreskrivs i standard 3 i Standarderna för alternativa handelssystem som utgavs av Europeiska värdepapperstillsynskommittén (EVTK), så kommer detta att stärka pristransparensen. Att begränsa tillämpningen av insynsreglerna till aktier skulle följaktligen hindra de myndigheter som har till uppgift att upptäcka marknadsmissbruk från att fullgöra sina uppgifter i förhållande till marknaderna för skuldinstrument.

17. ECB noterar att enligt artikel 60 i direktivförslaget skall kommissionen, senast fyra år efter ikraftträdandet av direktivförslaget, rapportera till Europaparlamentet och rådet om den eventuella utvidgningen av tillämpningsområdet för bestämmelserna om krav på att före och efter handel lämna information, till att omfatta transaktioner med andra slags finansiella instrument än aktier. ECB rekommenderar emellertid att kommissionen på nytt överväger tillämpningsområdet för insynsreglerna och utvidgar dem till skuldinstrument eller till alla finansiella instrument som är noterade på reglerade marknader. Om detta inte är möjligt bör den tidsperiod som anges i artikel 60 förkortas till två år.

18. För det femte, reglerna om system för clearing och avveckling. ECB välkomnar kommissionens beslut att inte behandla regleringen av clearing och avveckling i direktivförslaget och instämmer i skälen för detta, såsom de ut-

trycks i avsnitt V.1 i motiveringen. Effektiva clearing- och avvecklingsförfaranden för värdepapperstransaktioner är definitivt avgörande för att värdepappersmarknaderna skall kunna fungera normalt, de penningpolitiska transaktionerna skall kunna genomföras smidigt och det finansiella systemet skall vara stabilt som helhet. Eftersom operatörer som erbjuder sådana tjänster är av betydelse för systemet och på grund av de komplexa tekniska och politiska överväganden som krävs bör regleringen av dessa klart avskilda marknadsfunktioner behandlas separat. Samtidigt kräver den nära förbindelsen mellan handel och efterhandel samordnad reglering. ECB rekommenderar därför kommissionen att så snart som möjligt fastställa ett lämpligt system för clearing och avveckling. ECB är mycket intresserad av den aktuella diskussionen om innehållet i ett gemenskapsprogram om infrastrukturen för efterhandeln och försäkrar kommissionen om sitt fulla stöd när det gäller att definiera huvudlinjerna i policyn till grund för ett förslag för agerandet.

19. Mot bakgrund av de föregående övervägandena, inskränks i direktivförslaget behandlingen av clearing och avveckling till att klargöra rättigheterna för värdepappersföretag och aktörer på de reglerade marknaderna i form av tillträde och val av clearing- och avvecklingssystem som finns i andra medlemsstater. Enligt artikel 32.1 skall medlemsstaterna säkerställa att värdepappersföretag från andra medlemsstater ges möjlighet till direkt eller indirekt tillträde inom deras respektive territorier till centrala motparters system för clearing och avveckling för att fullgöra transaktioner med finansiella instrument, och att tillträde till dessa system ges enligt samma öppet redovisade objektiva och affärsmässiga kriterier som de som gäller för nationella aktörer. I synnerhet får inte medlemsstaterna begränsa utnyttjandet av systemen till clearing och avveckling av transaktioner med finansiella instrument som genomförts på en reglerad marknad eller en MTF inom deras respektive territorier. På samma sätt skall medlemsstaterna, enligt artikel 32.2, säkerställa att de reglerade marknaderna inom deras respektive territorier ger dem som direkt, indirekt och på distans är aktörer rättigheten att välja system för avveckling av transaktioner med finansiella instrument som genomförts på den reglerade marknaden i fråga. ECB stödjer inställningen att alla värdepappersföretag skall ha lika möjligheter att delta eller att ha tillträde till reglerade marknader i hela gemenskapen och ECB delar uppfattningen att oavsett på vilket sätt transaktionerna för närvarande är organiserade i medlemsstaterna, så är det viktigt att undanröja tekniska och juridiska inskränkningar avseende tillträde direkt, indirekt och på distans till reglerade marknader. ECB delar även uppfattningen att det, för att underlätta fullgörandet av gränsöverskridande transaktioner, är lämpligt att ge värdepappersföretag, även de som driver MTF, tillträde till system för clearing och avveckling i hela gemenskapen, oavsett om transaktionerna har avslutats genom reglerade marknader i den berörda medlemsstaten. Vad gäller tillträde och val av centrala motparter, så har ECB redan tillkännagivit sin inställning när det gäller behovet av öppet tillträde för att säkerställa lika konkurrensvillkor för tillhandahållare av tjänster.

(¹) Se stycket Den senaste utvecklingen inom handeln med finansiella tjänster inom EU, på sidan 8 i motiveringen.

20. ECB delar kommissionens uppfattning att värdepappersföretag som önskar delta direkt i avvecklingssystem i partnerländer skall vara skyldiga att uppfylla de tillämpliga operativa och kommersiella kraven för medlemskap och måste vidta de försiktighetsåtgärder som krävs för att finansmarknaderna skall kunna fortsätta att fungera smidigt och under ordnade former, vilket föreskrivs i skäl 35. ECB tolkar det så att termen "försiktighetsåtgärder" inte syftar på systemtillhandahållarens interna risk- och kontrollåtgärder, utan på åtgärder som genomförs av offentliga myndigheter som har ansvar för att finansmarknaderna fungerar under ordnade former. Detta bör därför återspeglas i direktivförslagets ordalydelse genom att inte enbart försiktighetsåtgärder utan även tillsyn inkluderas, eftersom finansmarknadernas möjlighet att fungera smidigt och under ordnade former också kan säkerställas genom andra tillsynsåtgärder som kanske redan finns i medlemsstaterna.
21. Rättigheten för aktörer på en reglerad marknad att välja system för avveckling av transaktioner med finansiella instrument som genomförts på den reglerade marknaden i fråga förutsätter, enligt artikel 32.2, bl.a. att "den behöriga myndighet som ansvarar för tillsynen över den reglerade marknaden har tillstyrkt att utnyttjande av en annan clearingorganisation än den som valts av den reglerade marknaden ger tekniska förutsättningar för att transaktioner som inlets på marknaden i fråga skall kunna ske på ett sätt som gör det möjligt för finansmarknaderna att fungera friktionsfritt och korrekt". I linje med den föregående kommentaren skall det noteras att behörigheten att säkerställa att finansmarknaderna fungerar friktionsfritt och korrekt kanske tillkommer andra myndigheter än marknaden, såsom myndigheter med särskild behörighet för clearing och/eller avveckling av (den reglerade marknaden) värdepapperstransaktioner i enlighet med regleringen i varje medlemsstat. Ordalydelsen i artikel 32 bör beakta sådana myndigheter och eventuellt samordna deras respektive roller. Därutöver skulle det vara tillrådligt att föreskriva minimikrav avseende harmonisering, i stället för att göra rättigheten att välja beroende av särskild tillstyrkan av behörig/a myndighet/er. I det avseendet vore det önskvärt att erkänna centralbankernas intresse av och/eller behörighet avseende en väl fungerande värdepappersclearing och avveckling. ECB tolkar det så att kommissionen, när den ber EVTK om råd, även kommer att bemyndiga EVTK att rådgöra med centralbankerna om genomförandebestämmelser enligt artikel 32.4.
22. ECB tolkar det så att artikel 32.4 syftar till att uppställa objektiva kriterier för de behöriga myndigheternas bedömning av valet av ett visst system av aktörer direkt eller på distans på en inhemsk reglerad marknad. Det är av största vikt att säkerställa att aktörerna inte uppfattar de behöriga myndigheterna som diskriminerande till förmån för inhemska system i de fall då myndigheterna inte tillstyrker ett visst val, förutsatt att deras beslut är grundat på objektiva och harmoniserade kriterier. Så snart som de berörda beslutsfattande organen har godkänt rekommendationerna av ECBS-EVTK, kan dessa fungera som riktlinjer för de nationella centralbankerna och andra behöriga myndigheter.
23. För det sjätte, utbyte av information och rapporteringskrav. ECB välkomnar artikel 54.6 som undanröjer alla eventuella juridiska hinder för informationsutbyte mellan behöriga myndigheter och ECBS, inklusive de nationella centralbankerna och ECB, i samband med att dessa fullgör sina respektive uppdrag. Finansmarknaderna inom EU integreras allt mer och det krävs definitivt ökade insatser inom euroområdet för att öka samarbetet och utbytet av relevant information på ett snabbt och effektivt sätt. Detta bör särskilt inbegripa berörda multinationella och sektoriella tillsynsmyndigheter, likaväl som de nationella centralbankerna.
24. ECB noterar slutligen att enligt artikel 56 i direktivförslaget får värdmedlemsstaten, för statistiska ändamål, kräva att alla filialer inom landets territorium skall lämna periodiska rapporter om filialernas verksamhet. ECB skulle vilja betona att en undergrupp av värdepappersföretag och filialer ingår i ECB:s referenspopulation som skall uppfylla ECB:s rapporteringskrav i fråga om statistiska uppgifter, enligt definitionen i artikel 1 i rådets förordning (EG) nr 2533/98 av den 23 november 1998 om Europeiska centralbankens insamling av statistiska uppgifter⁽¹⁾. I syfte att minimera rapporteringsbördan rekommenderar ECB att myndigheterna kontrollerar de statistiska uppgifter som redan är tillgängliga och genomför eventuella ytterligare krav på insamling av statistik enligt artikel 56 i direktivförslaget. Om information insamlas enligt denna artikel välkomnar ECB också ett informationsutbyte.
25. Detta yttrande skall offentliggöras i *Europeiska unionens officiella tidning*.

Utfärdad i Frankfurt am Main den 12 juni 2003.

Willem F. DUISENBERG

ECB:s ordförande

⁽¹⁾ EGT L 318, 27.11.1998, s. 8.