



2. maj 2022

## **GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG**

**Kommissionens forslag om ændring af forordning 909/2014 for så vidt angår afviklingsdisciplin, levering af grænseoverskridende virksomhed, samarbejde om tilsyn, levering af banklignende accessorisk virksomhed og krav til tredjelands værdipapircentraler (CSD'er), KOM (2022) 120**

### **1. Resumé**

*Kommissionen præsenterede den 16. marts 2022 et forslag om ændring af forordning (EU) nr. 909/2014 for så vidt angår afviklingsdisciplin, grænseoverskridende levering af tjenesteydelser, tilsynssamarbejde, levering af bankmæssige accessoriske tjenesteydelser og krav til tredjelands værdipapircentraler (CSDR). Forslaget er et element i kapitalmarkedsunionen i EU, der har til formål at forbedre vilkårene for investeringer i kapitalmarkederne i EU.*

*Formålet med forslaget er at opnå en fortsat ensartet regulering af værdipapirafviklingen, der foretages af såkaldte værdipapircentraler (CSD'er), herunder sikre mere ensartede og proportionale rammer for tilladelse og tilsyn med CSD'er. Forslaget lægger også op til ændringer i krav til CSD'er etableret i tredjelande.*

*Regeringen støtter generelt forslaget, der dels omfatter ændringer, der er nødvendige for at få gældende regler til at fungere i praksis, og dels har til formål at skabe ensartet tilsynspraksis i EU. Regeringen støtter også forslaget om mere brug af tilsynskollegier for værdipapircentraler med aktiviteter i flere EU-lande.*

### **2. Baggrund**

Kommissionen, EU-landene og Europa-Parlamentet har de senere år arbejdet på at styrke det finansielle indre marked i EU ved at etablere en såkaldt kapitalmarkedsunion ("Capital Markets Union" – CMU). CMU er en samlebetegnelse for forskellige lovmæssige tiltag og øvrige tiltag, der har til formål at udvikle EU-landenes finansielle markeder og gøre det lettere for virksomheder, herunder små og mellemstore virksomheder (SMV'er) at opnå finansiering, samt mere attraktivt at investere på tværs af EU-landene for husholdninger og institutionelle investorer (fx pensionselskaber).

For at understøtte arbejdet med CMU og løse nogle af udfordringerne i den eksisterende lovgivning præsenterede Kommissionen den 16. marts 2022 et forslag om ændringer til forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i EU og om værdipapircentraler (CSDR)<sup>1</sup>.

CSDR fastsætter fælles EU-regler for afviklingen af transaktioner med finansielle instrumenter (aktier, obligationer, mv.) og regulerer samtidig også de virksomheder, der driver de systemer, hvor værdipapirafviklingen finder sted – såkaldte værdipapircentraler (Central Securities Depositories - CSD'er).

Kommissionen har vedtaget flere delegerede retsakter på baggrund af mandater i den gældende forordning. De delegerede retsakter uddyber kravene til CSD'er og fastsætter mere detaljerede krav til afviklingsdisciplin. Reglerne om afviklingsdisciplin har først delvist fundet anvendelse siden 1. februar 2022.

En del af reglerne om afviklingsdisciplin omhandler en forpligtelse til, at der skal foretages dækningskøb ved manglende levering af værdipapirer (buy-in). Det vil sige, at den part i en handel, der ikke får leveret de finansielle instrumenter, vedkommende har købt, skal sætte et dækningskøb i gang. Den misligholdende part skal betale en eventuel difference. Disse regler er ikke trådt i kraft, idet der har vist sig et behov for at revidere dem, før de kan finde anvendelse.

CSD'ernes kerneaktiviteter er i CSDR defineret som:

- Den første registrering af finansielle instrumenter i et elektronisk bogføringssystem
- Forvaltning af finansielle instrumenter på øverste niveau<sup>2</sup>
- Drift af et værdipapirafviklingssystem

Derudover kan en CSD udøve en række accessoriske aktiviteter, herunder visse aktiviteter af banklignende karakter.

Et af hensynene bag CSDR var at skabe bedre forhold omkring den grænseoverskridende værdipapirafvikling ved at underlægge CSD'erne ensartede krav. En CSD med tilladelse efter CSDR skal have mulighed for at udbyde sine tjenesteydelser inden for EU.

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler samt om ændring af direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU samt forordning (EU) nr. 236/2012.

<sup>2</sup> Forvaltning af finansielle instrumenter på øverste niveau er den centrale opbevaring af finansielle instrumenter. Derudover kan de samme finansielle instrumenter også opbevares på konti hos banker og værdipapirhandlere, men her vil der ikke være tale om opbevaring på øverste niveau. Hvis de finansielle instrumenter er udstedt igennem en CSD vil registreringen hos CSD'en være den centrale, mens øvrige konti hos andre institutioner altid skal afstemmes imod det, der opbevares i CSD'en.

TARGET2-Securities (T2S) er en europæisk platform for værdipapirafvikling, som værdipapircentralerne kan outsource afviklingen til. T2S ejes af Eurosystemet og drives af de fire centralbanker i de største eurolande med ECB som koordinator. CSDR understøtter T2S, idet begge initiativer har til formål at fremme et integreret marked for værdipapirafvikling. De CSD'er, der outsourcer afviklingen til T2S, er underlagt de samme krav til tilladelse og tilsyn.

Aktørerne på det danske marked har tilsluttet sig T2S, hvor Nationalbanken stiller danske kroner til rådighed for værdipapirafviklingen.

Retsgrundlaget for forslaget er artikel 114 i Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF). Europa-Parlamentet og Rådet er medlovgivere. Rådet træffer beslutning med kvalificeret flertal.

### **3. Formål og indhold**

Formålet med at ændre CSDR er at opnå en fortsat ensartet regulering af værdipapirafviklingen samt ensartede rammer for tilladelse og tilsyn med CSD'er på en mere proportionel og effektiv måde, end de nuværende regler lægger op til.

#### *3.1 Ændringer i reglerne om afviklingsdisciplin*

Kommissionen mener, at der er behov for at revidere den del af regelsættet om afviklingsdisciplin, som omhandler tvungen buy-in ved manglende levering af finansielle instrumenter.<sup>3</sup> Undervejs i arbejdet med at forberede reglerne ikrafttræden har det vist sig, at der er en del uafklarede spørgsmål til bl.a. anvendelsesområdet. Kommissionen finder på den baggrund, at reglerne bør revideres, før de sættes i kraft.

Kommissionen foreslår en totrinstitgang, hvor buy-in først skal være et krav, hvis Kommissionen konstaterer, at afviklingen i en bestemt klasse af finansielle instrumenter, fx aktier, fortsat ikke fungerer tilfredsstillende over en længere periode til trods for, at bødeordningen for afviklingsfejl allerede finder anvendelse. Kommissionen vil her kunne vedtage at sætte buy-in i kraft med en gennemførelsesretsakt.

Værdipapirhandel vil ofte involvere en længere kæde af transaktioner, og efter den nuværende udformning af reglerne om dækningskøb er det ikke muligt at sende dækningskøbet videre til de endelige købere og sælgere. Forpligtelsen påhviler alle led i en transaktionskæde. Kommissionen foreslår derfor at introducere en videregivelsesordning (pass-on mechanism)

---

<sup>3</sup> CSDR, der er fra 2014, har med undtagelse af få umiddelbart gældende regler først fundet anvendelse, efter Kommissionen har vedtaget flere delegerede retsakter på baggrund af mandater i CSDR. De første delegerede retsakter har fundet anvendelse siden 2017. De uddyber reglerne i CSDR mht. krav til CSD'er, mens den sidste delegerede retsakt om afviklingsdisciplin først har fundet delvist anvendelse siden 1. februar 2022.

med henblik på at sikre, at det kun er de endelige købere og sælgere, der skal gennemføre dækningskøb ved manglende levering.

Kommissionen foreslår, at den får beføjelser til at vedtage delegerede retsakter om beregningen af bøder for afviklingsfejl og specifikation af, hvornår en fejl kan tilregnes deltagerne. Det foreslås også at give Kommissionen mandat til at revidere den delegerede retsakt om afviklingsdisciplin.

### *3.2 Ændringer relateret til CSD'er*

Kommissionen foreslår at forenkle CSDR's ordning for grænseoverskridende virksomhed. Myndighederne i værtslandet har efter de gældende regler mulighed for at afvise en CSD's ønske om at udøve grænseoverskridende virksomhed i det pågældende land. Kommissionen foreslår at ændre dette til en notifikationsordning, hvor myndighederne i et værtsland ikke kan afvise en CSD's ønske om at udøve grænseoverskridende virksomhed i værtslandet. Myndighederne i CSD's hjemland kan dog afslå at videresende en notifikation til et værtsland, hvis der er tvivl om, om CSD'en er tilstrækkeligt robust til at kunne håndtere det nye marked.

Kommissionen foreslår at forbedre samarbejdet mellem nationale tilsynsmyndigheder ved at fastsætte en forpligtelse for de nationale myndigheder til at etablere samarbejde i tilsynskollegier. Det skal gælde, hvis flere CSD'er indgår i den samme koncern. Der skal også etableres kollegier, hvis der udøves grænseoverskridende virksomhed. De to typer kollegier kan kombineres. CSDR understøtter for så vidt allerede i dag, at der kan etableres tilsynssamarbejde, men det er ikke en forpligtelse.

Kommissionen finder, at CSD'erne bør have bedre mulighed for adgang til banklignende accessorisk virksomhed ved at give de CSD'er, som har en accessorisk banktilladelse, adgang til at levere ydelserne til andre CSD'er. Det vil stille de nuværende 28 EU-CSD'er mere lige i forhold til at kunne tilbyde afvikling i flere valutaer. Ud af de 28 CSD'er er det i dag seks, der har en accessorisk banktilladelse, som giver dem adgang til at tilbyde afvikling i flere valutaer. De har fået den accessoriske tilladelse på baggrund af, at de allerede før CSDR var reguleret som bank. Efter de gældende regler må CSD'en ikke levere banklignende accessoriske ydelser til andre end egne kunder. Formålet med Kommissionens forslag er at øge effektiviteten i afviklingen herunder forøge den grænseoverskridende afvikling ved at give CSD'erne bedre mulighed for at konkurrere.

CSDR foreskriver som udgangspunkt, at de penge, der anvendes i værdipapirafviklingen, kommer fra en direkte forbindelse til en centralbank. Der kan dog også være behov for at afvikle i penge, som kommer fra det almindelige banksystem - såkaldte kommercielle bankpenge. Kommissionen foreslår at give EBA et mandat til at revidere de grænseværdier, der er sat for, hvor meget en CSD uden banktilladelse kan afvikle i kommercielle bankpenge, før det kræves, at den bank, de anvender, skal være en særlig

CSDR-bank. Der er endnu ikke etableret en sådan bank, hvilket må formodes at være begrundet i, at den ikke kan udøve andre aktiviteter. De CSD'er, som ikke har en accessorisk banktilladelse, har i dag reelt ikke adgang til at udbyde afvikling i andre valutaer end de centralbanker, som de har fået adgang til.

#### *Tredjeland-CSD'er*

En tredjeland-CSD skal efter de gældende regler søge ESMA om adgang til at levere to af CSD'ernes kerneydelser; opbevaring og udstedelse af finansielle instrumenter inden for EU. ESMA kan behandle en anmodning, hvis Kommissionen har foretaget en ækvivalensvurdering af de regler og tilsyn, som en tredjeland-CSD er underlagt. Så længe Kommissionen ikke har foretaget en ækvivalensvurdering af det pågældende tredjeland, er der ikke en forpligtelse til at behandle anmodningen frafor begrænsning for tredjeland-CSD'er's adgang til at levere ydelser inden for EU. Kommissionen foreslår dog nu, at der fastsættes en overgangsordning, som udløber tre år efter, revisionen af CSDR er vedtaget. Herefter kan tredjeland-CSD'er ikke levere opbevaring og udstedelse af finansielle instrumenter inden for EU, hvis de ikke har opnået en anerkendelse fra ESMA.

Tredjeland-CSD'er har i dag fri adgang til at levere afvikling af transaktioner med finansielle instrumenter, som er underlagt lovgivningen i et EU-land. Denne adgang skal fortsætte, men Kommissionen foreslår dog, at der indføres en forpligtelse for tredjeland-CSD'er til at notificere ESMA om aktiviteterne. Det skal medvirke til at give såvel ESMA som de enkelte EU-lande et overblik over omfanget af denne type aktivitet.

#### **4. Europa-Parlamentets holdning**

Europa-Parlamentet er medlovgiver på forslaget. Europa-Parlamentet har endnu ikke fastlagt sin holdning til Kommissionens forslag.

Europa-Parlamentet har i 2020 vedtaget en rapport om den videre udvikling af kapitalmarkedsunionen, hvori man har opfordret til at se nærmere på og udtrykt støtte til de områder og tiltag, der er omfattet i Kommissionens forslag.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen foreslår ændringer til eksisterende bestemmelser i CSDR. Kommissionen anfører, at finansielle markeder er grænseoverskridende af natur og formålet om at sikre ensartede konkurrencebetingelser for virksomheder og aktører såvel som investorbeskyttelse bedre kan opnås på EU-niveau fremfor af EU-landene enkeltvis. Slutteligt adresserer forslaget udfordringer, der er de samme på tværs af EU-landene.

Kommissionen anfører, at hensigten med forslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af EU-landene, hvis de handler uafhængigt af hinanden, da udfordringerne stammer fra uklare og besværlige krav i den gældende CSD-forordning, som alene kan ændres ved et forslag fra Kommissionen.

Regeringen er enig i Kommissionens vurdering af, at ensartet regulering og tilsyn med CSD'er bedst sikres ved en ændring af gældende forordning og finder på den baggrund, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

## **6. Gældende dansk ret**

CSDR er en forordning med direkte virkning og er dermed gældende uden yderligere implementering i dansk ret. Det gælder også for delegerede forordninger, som Kommissionen har fastsat i medfør af CSDR.

## **7. Konsekvenser**

### Lovgivningsmæssige konsekvenser

Ingen. Forslaget vil, idet det er en forordning, være direkte gældende i Danmark.

Ændringer i Kommissionens delegerende forordninger vil ligeledes have direkte virkning i Danmark.

### Økonomiske konsekvenser

#### *Statsfinansielle konsekvenser*

Forslaget forventes ikke at have direkte statsfinansielle konsekvenser.

#### *Samfundsøkonomiske konsekvenser*

Reglerne om afviklingsdisciplin indebærer i deres nuværende form en risiko for øgede omkostninger for investorer, der er parter i en handel med finansielle instrumenter. Det skyldes, at anvendelsesområdet for buy-in er uklart og lægger op til, at alle, der handler finansielle instrumenter, skal have etableret adgang til at kunne gennemføre buy-in, hvis ikke de modtager de finansielle instrumenter, som de har købt, til tiden. Det må forventes generelt at øge handelsomkostningerne. Kommissionens forslag udskyder og indskrænker anvendelsesområdet for buy-in og dermed også de potentielle negative samfundsøkonomiske konsekvenser heraf, da de øgede omkostninger, som investorerne må formodes at skulle bære, vil være lavere end med de gældende regler.

#### *Erhvervsøkonomiske konsekvenser*

Værdipapirhandlere (banker og fondsmæglerselskaber) har med Kommissionens forslag udsigt til ikke at skulle indrette sig på at efterleve kravet om tvungen buy-in. Selv om det måtte blive indført på et senere tidspunkt, vil det være i langt mindre omfang, da det vil være målrettet en specifik kategori af finansielle instrumenter, hvor det er vurderet nødvendigt for at forbedre afviklingsdisciplinen.

## **8. Høring**

Forslaget har været i skriftlig høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist for bemærkninger d. 5. april 2022. Der er modtaget høringssvar fra Finans Danmark (FIDA) og VP Securities.

Finans Danmark (FIDA) støtter det fremsatte forslag og glæder sig over, at flere af de problematikker, der er blevet fremhævet af sektoren i tidligere høringer, er blevet håndteret.

FIDA støtter den foreslåede totrinstitgang fsva. obligatorisk buy-in, da det vil modvirke en øjeblikkelig indførelse af obligatorisk buy-in. FIDA mener, at reglerne om bøder for afviklingsfejl er et tilstrækkeligt og effektivt redskab. FIDA erkender, at det kan være nødvendigt at anvende en buy-in ordning, der målrettes specifikke markeder og instrumenter, men mener, at der stadig mangler retssikkerhed på området.

FIDA påpeger, at sanktionerne fastsat i delegeret retsakt om bødeberegning ikke er symmetriske mellem fejl på hhv. instrumentsiden og betalings-siden, og mener at det ikke bør betyde noget, hvilken del af handelen, der fejler.

VP Securities fremhæver, at CSD'ers begrænsede mulighed for at levere accessoriske bankydelse har været en væsentlig indgangsbarrierer for europæiske CSD'er og støtter, at der ændres på reglerne herfor. VP Securities støtter også mere enkle regler for, at CSD'er kan levere grænseoverskridende ydelser inden for EU, men finder, at Kommissionens forslag skal tilpasses yderligere for at give den fornødne forenkling. VP Securities påpeger bl.a., at reglerne med fordel kan afspejle graden af kompleksitet for forskellige aktivklasser, og begrænses til det, som er relevant for den enkelte aktivklasse.

VP Securities er skeptisk ved udsigten til etablering af tilsynskollegier og beder om yderligere baggrund for forslaget, herunder hvilke faktorer, der er lagt til grund i Kommissionens konsekvensanalyse, samt forklaring på hvordan et mere komplekst tilsyn ved indførelse af kollegier vil føre til et mere ensartet tilsyn.

## **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der er på nuværende tidspunkt ikke nærmere kendskab til andre EU-landes holdninger til forslaget. EU-landene ventes dog generelt at støtte formålet med forslaget.

## **10. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen støtter generelt forslaget om en mere proportional og effektiv måde at forfølge CSDR's formål om at opnå ensartede regler for afviklingen af transaktioner med finansielle instrumenter i EU og fælles regler for tilladelse og tilsyn med CSD'er.

Regeringen støtter, at der foretages ændringer i reglerne om afviklingsdisciplin. Det gælder i særdeleshed forslaget om, at reglerne om tvungen buy-in skal revideres, før de kan sættes i kraft for enkelte finansielle instru-

menter, hvis Kommissionen bl.a. på baggrund af en rapport fra ESMA vurderer, at der er et behov herfor. Det skyldes, at der åbenlyst har vist sig et behov for at revidere buy-in reglerne, før de træder i kraft, ligesom der er rejst en berettiget tvivl om, hvorvidt en buy-in forpligtelse er nødvendig for transaktioner med alle finansielle instrumenter.

Regeringen støtter også, at der foretages andre justeringer i reglerne om afviklingsdisciplin, herunder ændringer som er nødvendige for bedre at kunne afgrænse anvendelsesområdet. Der er fx behov for at præcisere hvilke parter, der er omfattet af en buy-in forpligtelse, ligesom det bør præciseres, hvornår en afviklingsfejl ikke kan tilregnes nogen og derfor ikke skal opkræves. Regeringen støtter også forslaget om en videregivelsesordning for buy-in, da forpligtelsen bør påhvile den handelspart, der har forårsaget for sen eller manglende levering af finansielle instrumenter.

Regeringen støtter, at CSD'erne bør have bedre adgang til at udnytte det EU-pas, som en tilladelse i henhold til CSDR giver adgang til. Det bør ske gennem en notifikationsordning. Et af formålene med reguleringen er at skabe et fælles indre marked for CSD-ydelser, men EU-pasordningen har vist sig unødigt kompliceret at anvende i praksis.

Regeringen er også enig med Kommissionen i, at der er behov for at præcisere forventninger og krav til samarbejdet mellem myndigheder, herunder også centralbanker, om tilsynet med CSD'erne, som skal foregå ved etablering af flere tilsynskollegier. Der er flere grænseoverskridende koncerner med flere CSD'er, og tilsynssamarbejdet bør afspejle dette ved etablering af kollegier, hvor det er relevant.

Regeringen vil arbejde for klarhed om bødeberegningen for afviklingsfejl, således at der ikke er forskel på om fejlen skyldes manglende levering af finansielle instrumenter eller manglende betaling.

Regeringen støtter, at der løsnes for adgangen til at facilitere afvikling i andre valutaer end centralbankpenge. Regeringen finder det væsentligt, at EBA, ESRB og ESMA får et mandat til at fastsætte grænseværdien for kreditinstitutternes adgang til at kunne levere kommercielle bankpenge til afviklingen efter en nærmere analyse af risiciene herved. Der er behov for sådanne tiltag for at understøtte mere konkurrence blandt CSD'erne.

Regeringen vil arbejde for, at der tages højde for, at CSD'erne har behov for indblik i risici forbundet med outsourcing af afvikling til T2S. Regeringen finder, at der som minimum bør være mere åbenhed om forholdene hos T2S, der har meget stor betydning for en velfungerende værdipapirafvikling i EU.

## **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.