



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT

20. februar 2025

Kommissionens forslag om ændring af forordning (EU) nr. 909/2014 for så vidt angår en kortere afviklingscyklus for værdipapirer, KOM (2025) 0038

1. Resume

EU-Kommissionen fremsatte 12. februar 2025 forslag om ændring af forordningen om forbedring af værdipapirafviklingen i EU. Forslaget medfører, at afviklingen af værdipapirhandler skal afvikles senest én forretningsdag efter handelsdatoen (T+1) fremfor som i dag senest to forretningsdage efter handelsdatoen (T+2).

Formålet med forslaget er at forbedre værdipapirafviklingens effektivitet med henblik på at forbedre EU's konkurrenceevne, understøtte den finansielle stabilitet samt sikre ens regler med tredjelande. Forslaget forventes at frigøre likviditet ifm. sikkerhedsstillelse og skal derfor bl.a. ses i lyset af ambitionen om at styrke Kapitalmarkedsunionen. Forslaget vil endvidere sikre, at afviklingscyklussen matcher det nordamerikanske marked, og at hastigheden for afvikling af værdipapirhandel således ikke bliver et konkurrenceparameter.

Regeringen støtter forslaget og formålet, herunder også at tilpasse perioden for afvikling af værdipapirhandler og de tilhørende finansielle risici med sammenlignelige tredjelandsmarkeder, der allerede har eller er i færd med den samme omstilling. Omstillingen indebærer i sig selv investeringsomkostninger, men vil reducere de løbende omkostninger gennem lavere risici og automatiseringer. Samtidig giver forslaget ensartede regler (et level playing field) mellem EU- og tredjelandssaktører, hvilket modvirker, at de finansielle virksomheder i EU-landene ellers ville have højere omkostninger.

Dansk sprogversion er modtaget 12. februar 2025.

2. Baggrund

Kommissionen har 12. februar 2025 fremsat forslag om en kortere cyklus for afvikling af værdipapirhandler i EU. Der er tale om en ændring af forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i EU og om værdipapircentraler (CSDR)¹. Formålet med forslaget er at afkorte varig-

¹ 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 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer og 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter samt forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps. CSDR står for "Central Securities Deposits Regulation".

heden af perioden for afvikling af værdipapirhandler i EU fra to forretningsdage (også kaldet T+2) til én forretningsdag (T+1) efter handelen er gennemført på en børs.

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

”Afvikling” er gennemførelsen af en handel med værdipapirer, efter aftalen om handel er indgået. Afviklingen af værdipapirhandler har til formål at sikre, at aftalparterne modtager henholdsvis penge eller værdipapirer. En udveksling af penge og værdipapirer udføres normalt igennem et værdipapirafviklingssystem, som ligger i en CSD. CSD'en matcher en køber og en sælger, bekræfter sælgers evne til at levere værdipapirer og købers evne til at betale og sikrer derefter gennemførelsen.

En del af de eksisterende regler om afviklingsdisciplin medfører pligt til, at en handel med værdipapirer skal være afviklet senest to forretningsdage² efter handelen er indgået (T+2), når handlen sker på en børs. Det vil sige, at der maksimalt må gå to forretningsdage for investorer før penge henholdsvis værdipapirer er udvekslet.

En anden del af reglerne om afviklingsdisciplin omhandler, at fejl i afviklingen (dvs. hvis køber ikke kan levere pengene, eller sælger ikke kan levere værdipapirerne) er forbundet med en omkostning for den fejlende part.

Værdipapirafviklingssystemet (CSD'en) beregner bøder for manglende levering af værdipapirer eller betaling dagligt. Dog udveksles bøderne kun en gang om måneden netto mellem de enkelte parter. Dvs. bødebeløbet opgøres på baggrund af, hvor meget to banker netto skal udligne på baggrund af den seneste måneds fejl. Generelt klarer de danske markedsdeltagere sig godt, og der er ikke mange fejl i dag.

Man forventer, at fejlene kan stige i en periode, efter T+1 er trådt i kraft, da de komplekse krav til omstillingen, automatisering af processer, mv. ikke nødvendigvis helt er på plads fra start, men også at fejlene vil kunne nedbringes igen efter en indkøringsfase.

² Det betyder udløb af anden dag efter handlen, dvs. perioden er samlet handelsdagen plus to dage.

Forslaget bygger bl.a. på en fælles erklæring³ fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), Kommissionen og Den Europæiske Centralbank (ECB) af 15. oktober 2024. Erklæringen indeholder en anbefaling om at sikre en koordineret tilgang til at undgå negative virkninger af en manglende overensstemmelse i afviklingsperioder med større jurisdiktioner på internationalt plan samt at sikre en effektiv og konkurrencedygtig opsparings- og investeringsunion (kapitalmarkedsunion). ESMA har desuden i en rapport af 18. november 2024 til Kommissionen, Europa-Parlamentet og Rådet anbefalet, at EU overgår til afvikling T+1 senest den 11. oktober 2027⁴.

USA er overgået til T+1 afvikling d. 28. maj 2024, ligesom en række andre jurisdiktioner som Kina, Indien og Canada er overgået til T+1. UK har nedsat en task force til dette formål, som har afgivet en foreløbig rapport med klar anbefaling om, at UK også vil overgå til T+1.

På EU-plan er der den 22. januar 2025 etableret en industrikomité⁵ til at understøtte omstillingen til T+1. Denne er etableret på baggrund af ESMA's anbefalinger og i samarbejde med de nationale finansielle tilsynsmyndigheder (i Danmark Finanstilsynet), Kommissionen og ECB.

I Danmark har sektoren konstitueret sig i et nationalt T+1 koordinationsforum, som Finans Danmark (FIDA) sekretariatsbetjener. Dette forum bidrager til at forberede danske aktører på overgangen fra T+2 til T+1, med fokus på en branchedrevet overgang.

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

3. Formål og indhold

Formålet med forkortning af periode for afvikling af værdipapirhandel er at sikre mere effektiv værdipapirhandel med henblik på derigennem at øge EU's konkurrenceevne og mindske risici for den finansielle stabilitet i tilfælde af evt. handel med fejl (afviklingen), f.eks. forsinket levering af værdipapirer.

³ Fælles erklæring fra ESMA, Kommissionen og ECB om afkortning af standardafviklingscyklussen for værdipapirer i Den Europæiske Union: næste trin, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA74-2119945925-2085_EC-ECB-ESMA_High_level_joint_statement_T_1.pdf

⁴ Report – ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union, 18. november 2024, ESMA74-2119945925-1969, <https://www.esma.europa.eu/document/report-assessment-shortening-settlement-cycle-european-union>.

⁵ [New governance structure for transition to T+1 settlement cycle kicks off](#)

Hurtig afvikling af værdipapirhandel er desuden en fordel for investorer – både private og institutionelle. Det skyldes blandt andet, at et kortere tidsrum for afvikling af værdipapirhandel også reducerer perioden, hvor en modpart kan fejle. I forbindelse med værdipapirhandel skal investorer binde kapital ifm. sikkerhedsstillelse for afvikling af handlen. En hurtigere afvikling af værdipapirhandel vil dermed frigøre midler og indebære, at investorer hurtigere kan indgå i andre transaktioner. Forslaget vil derfor potentielt kunne øge dybden og likviditeten i markederne til gavn for investorer.

EU vil være bagefter markedsstandarden, hvis ikke forslaget snarest gennemføres og aktørerne kan påbegynde omstillingen til en hurtigere afvikling.

Endelig sikrer forslaget, at EU har samme afviklingsperiode som sammenlignelige jurisdiktioner, hvilket understøtter EU's konkurrenceevne og mindsker risici i det finansielle system, da det er uhensigtsmæssigt for EU's markeder ikke at have den samme afviklingsperiode, som andre kapitalmarkeder, de er forbundet med. Investorer med porteføljer, der er investeret bredt på alle relevante markeder, vil få sværere ved at tilpasse porteføljerne og risikerer at have likvide midler eller værdipapirer til overs, hvis de fx har solgt værdipapirer i et marked med afvikling T+1 og derfor har fået betaling T+1, som skal anvendes til at købe papirer i et T+2 marked.

Kommissionen foreslår at ændre afviklingsperioden for transaktioner med værdipapirer omfattede af CSDR fra to forretningsdage til én forretningsdag, efter handelen har fundet sted på en børs. Denne ændring foreslås at skulle finde anvendelse fra 11. oktober 2027 for at give alle interessenter tid til at forberede sig på overgangen. Det kræver væsentlige forberedelser, herunder ændringer i systemer, automatisering af manuelle processer og i det hele taget en langt højere grad af automatisering. Den foreslåede dato er sammenfaldende med tilsvarende anbefalinger i UK og Schweiz, hvilket tillægges betydning af sektoren. Det kan ikke udelukkes, at effektiviteten i afviklingen vil dale i en indkørsperiode.

Teoretisk kunne det være muligt at overlade ændring af afviklingsperioden fra T+2 til T+1 til branchen, dvs. uden lovændring, idet kravet om afvikling T+2 i CSDR er et minimumskrav og altså ikke forhindrer markedsdeltagerne i at implementere T+1 som standard for børshandler. En ændring af CSDR bidrager dog til juridisk sikkerhed for hvilken frist, markedsdeltagere skal indrette sig efter. Forslaget sikrer derudover en ensartet europæisk overgang til T+1, hvilket kan understøtte velfungerende, åbne og mere integrerede europæiske kapitalmarkeder, og dermed styrker kapitalmarkedsunionen.

Der er ikke fremsat kompromisforslag.

4. Europa-Parlamentets holdning

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

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen anfører, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet. Kommissionen anfører, at målet med CSDR om at fastlægge ensartede krav til afvikling af værdipapirhandler i EU, regler om CSD'ers organisation og adfærd og fremme af sikker, effektiv og gnidningsløs afvikling, ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af EU-landene alene.

Derudover fremhæver Kommissionen, at kravet om obligatorisk periode for afvikling af værdipapirhandler er fastlagt i CSDR. Kommissionen angiver, at det er nødvendigt at regulere afviklingsperioder på EU-niveau for at 1) sikre en ensartet tilgang i EU's efterhandelsstrukturer, 2) hindre yderligere fragmentering af EU-landenes kapitalmarkeder, 3) sikre gunstige vilkår for deltagere og investorer samt 4) sikre juridisk klarhed over afviklingsperioden.

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

6. Gældende dansk ret og lovgivningsmæssige konsekvenser

CSDR er en forordning med direkte virkning og er dermed gældende uden yderligere implementering i dansk ret. Ændringer i CSDR som følge af dette forslag vil derfor også være direkte gældende i Danmark.

7. Økonomiske konsekvenser

Statsfinansielle konsekvenser

Forslaget forventes ikke at have væsentlige statsfinansielle konsekvenser.

Erhvervsøkonomiske konsekvenser

Kommissionen har ikke lavet en konsekvensanalyse af forslaget med begrundelse i initiativets art og hastende karakter. Kommissionen har i stedet udarbejdet et arbejdsdokument⁶ med en analyse af virkningerne

⁶ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Accompanying the document Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards a shorter settlement cycle in the Union, SWD(2025) 37 final.

ved en overgang i EU til en kortere periode for afvikling af værdipapirhandler. Overordnet set angiver Kommissionen, at både omstillingsomkostningerne og de løbende omkostninger over tid bør opvejes af de langsigtede fordele.

På baggrund af de anførte grove skøn i Kommissionens arbejdsrapport og et ligeledes groft skøn over Danmarks andel af EU's samlede omstillings- og løbende omkostninger kan omkostninger løbe op i væsentlige beløb. Omkostninger vil også kunne variere betragteligt EU-landene imellem afhængigt af, hvor effektive de enkelte landes sektorer og aktører er på nuværende tidspunkt, når det kommer til IT- og interne processer. Omkostningerne vil kunne påvirkes i nedadgående retning ved bl.a. benyttelse af fælles IT fra datacentraler, hvor aktører kan dele omkostningerne.

Derudover vurderes der også mulighed for sektoren til at opnå en række fordele og besparelser, herunder ifht. de marginkrav (krav til kapital, der skal stilles som sikkerhed), der i dag skal afholdes ifm. værdipapirafvikling. Omfanget heraf er ikke kvantificeret nærmere, men det er EU-Kommissionens vurdering, at fordelene over tid overstiger omkostningerne.

Den finansielle sektor støtter ubetinget et EU-initiativ på området, og at Danmark arbejder konstruktivt for overgangen til T+1 i det europæiske samarbejde. I den sammenhæng er det væsentligt, at sektorerne i de enkelte EU-lande formentlig via en branchedrevet tilgang ville overgå til T+1 hver især, selv hvis en koordineret, samlet europæisk overgang ikke gennemførtes.

Samfundsøkonomiske konsekvenser

En forkortelse af afviklingsperioden vil kræve modernisering og automatisering af en række centrale processer og IT-systemer hos de finansielle markedsdeltagere. Dette vil i sidste ende medføre, at handler afvikles hurtigere og mere effektivt end i dag. Dette reducerer ventetiden for køber og sælger på at modtage hhv. værdipapirer og penge til gavn for investorer, der vil få muligheden for at foretage flere handler end i dag.

En hurtigere afvikling af værdipapirhandler reducerer desuden kravet på indbetaling af margin (sikkerhedsstillelse) fra finansielle aktører, hvilket frigiver midler til anden aktivitet, herunder evt. investeringsaktivitet. Det skyldes, at de fleste transaktioner i værdipapirer i dag sikres af en såkaldt central modpart (Central Counterparty – CCP). Denne enhed kræver margin fra markedsdeltagerne for at dække risikoen, hvis en finansiell aktør ikke kan opfylde sin forpligtelse. Når afviklingen af transaktioner i værdipapirer forkortes fra T+2 til T+1, betyder det, at

værdipapirer og penge skifter hænder hurtigere. Det bidrager også til at reducere risikoen for, at køber og sælger ikke kan levere hhv. penge og værdipapir, idet der er mindre tid, hvor køber kan miste pengene inden levering ved f.eks. at gå konkurs og dermed den påkrævede CCP-margin.

Endeligt vil en kortere afviklingscyklus i EU samt sidestilling med sammenlignelige jurisdiktioner øge tiltrækningskraften af EU's handelslandskab og dermed EU's konkurrenceevne. Det vil potentielt kunne bidrage til øget investeringsaktivitet i EU og dermed finansiering af europæiske virksomheder.

8. Høring

Forslaget har været i ekstern høring hos EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist for bemærkninger d. 17. februar 2025. Der er modtaget høringssvar fra Danske Bank, Aktive Ejere, Forbrugerrådet Tænk, Forsikring&Pension og FinansDanmark. Nedenfor er gengivet et resumé af modtagne høringssvar.

Aktive Ejere udtrykte støtte til Kommissionens forslag.

Danske Bank (DB) støtter overgangen til T+1. DB vurderer, at der på lang sigt ikke vil være væsentlige operationelle omkostninger forbundet med overgangen, idet de øgede krav til håndtering i høj grad vil blive kompenseret af mere automatiserede løsninger. DB vurderer ikke det er muligt at give et retvisende estimat af omstillingsomkostninger på nuværende tidspunkt, ligesom det også vil afhænge af bl.a. definitioner af de nødvendige ændringer i markedspraksis og en afklaring af hvorvidt der vil ske ændringer i afviklingsdøgn fra ECB og Danmarks Nationalbank.

DB fremhæver, at der ville være væsentlige omkostninger i tilfælde af, at Danmark forblev på T+2, mens resten af EU overgår til T+1 og der er en stærk interesse i en fælles, koordineret overgang for hele EU.

Forbrugerrådet Tænk støtter overordnet initiativet om en kortere afviklingscyklus. De understreger behovet for en ansvarlig implementering, der beskytter små investorer i lyset af, at små investorer benytter handelsplatforme og formidlere, som muligvis skal opdatere deres systemer for at kunne håndtere en hurtigere afviklingscyklus. Disse forbrugere skal ikke rammes af skjulte gebyrer eller uforudsete omkostninger ifm. ændringerne.

Forsikring&Pension (F&P) udtrykker støtte til forslaget og vurderer, at det understøtter en bred europæisk interesse i at sikre værdipapirmarkedernes funktion på bedst mulig måde. F&P understreger behovet for

at de nationale tilsyn og ESMA sikrer transparent kommunikation til interessenter i forberedelsesprocessen.

FinansDanmark (FIDA) støtter overgang til T+1 i EU og anerkender de potentielle fordele i form af effektivitetsforbedringer og risikoreduktion og understreger behovet for koordination i EU og med andre tredjelande. FIDA fremhæver behovet for samarbejde mellem alle interessenter i sektoren, ligesom der skal tages højde for relevante nationale forhold i processen.

FIDA anbefaler, at værdipapirfinansieringstransaktioner (*securities financing transactions* (SFT)), dvs. transaktioner med aktiver (fx statsobligationer) med en bindende aftale om, at sælger køber aktivet tilbage på en givent senere tidspunkt til en på forhånd aftalt pris, der anvendes som sikkerhedsstillelse for finansiering, undtages fra krav om T+1. Det begrundes med, at disse generelt afvikles på kortere basis, trods disse ikke i sig selv er omfattet af nogen standardafviklingscyklus i dag, men ikke eksplicit er undtaget fra anvendelsesområdet.

FIDA opfordrer endvidere til, at sanktionsregimet suspenderes ifm. anvendelsestidspunktet og en rimelig periode herefter for at sikre en hensigtsmæssig overgang og håndtering af evt. udfordringer som følge deraf.

9. Generelle forventninger til andre landes holdninger

EU-landene har udtrykt stærk støtte til ændring af afviklingsperioden. Der er bred enighed blandt EU-landene om, at den europæiske afviklingscyklus skal tilpasses til forholdene på de globale markeder for at sikre konkurrenceevnen i EU med sammenlignelige markeder. Samtidigt er det væsentligt, at der sker en harmoniseret overgang til T+1, som vil betyde forbedrede processer for de grænseoverskridende markedsdeltagere.

EU-landene har haft drøftelser i en ekspertgruppe for EU-landene under kommissionen dedikeret til emnet om T+1, hvor der har delte holdninger til, om anvendelsesområdet skulle justeres i CSDR i denne forbindelse. Det drejede sig bl.a. om det er juridisk nødvendigt at undtage værdipapirfinansieringstransaktioner (SFT) fra T+1. Det forventes imidlertid ikke at blive et afgørende punkt i de kommende forhandlinger.

10. Regeringens generelle holdning

Regeringen støtter generelt forslaget om en kortere afviklingsperiode for handler indgået på en børs, der kan understøtte velfungerende og åbne kapitalmarkeder og medvirke til at forbedre EU's og Danmarks konkurrenceevne.

Regeringen er enig i, at afviklingsperioden tilpasses med sammenlignelige tredjelandsmarkeder, der allerede har eller er i færd med samme omstilling, for at sikre ensartede regler (level playing field) imellem disse og EU. En regelændring i CSDR vil give øget juridisk klarhed og sikkerhed og koordineret tilgang i EU.

Regeringen finder det positivt, at en strømlining af afviklingsperioden vil reducere risiko i det finansielle system, mindske kravene til sikkerhedsstillelse (marginkrav) og reducere omkostninger, der er forbundet med ikke at have den samme afviklingsperiode for børshandler som andre jurisdiktioner. Forslaget vurderes endvidere positivt, idet det vil modernisere og forberede efterhandelsprocessernes effektivitet og modstandsdygtighed, som vil fremme afviklingseffektiviteten i EU som et hele.

Regeringen anerkender, at tilpasningen af afviklingsperioden indebærer omstillingsbyrder og omkostninger, men at disse opvejes af de langsigtede fordele i form af færre omkostninger for de finansielle aktører, jf. også at sektoren støtter overgangen.

Regeringen støtter, at tilpasningen vil finde anvendelse fra den foreslåede dato, der vil give mulighed for at forberede sig på overgangen.

Regeringen er åben for at undersøge mulighederne for en eventuel overgangsperiode, hvor de gældende regler om afviklingsdisciplin, herunder udveksling af bøder mellem markedsdeltagerne, ikke gælder i en periode, mens markedsdeltagerne tilpasser sig T+1.

Regeringen vil søge afklaring af, om der er behov for at tydeliggøre anvendelsesområdet i CSDR ift. hvilken typer transaktioner, der måtte være omfattede af T+1.

11. Tidligere forelæggelser for Folketingets Europaudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.