



**RAT DER
EUROPÄISCHEN UNION**

**Brüssel, den 14. März 2012 (15.03)
(OR. en)**

**7619/12
ADD 2**

**Interinstitutionelles Dossier:
2012/0029 (COD)**

**EF 62
ECOFIN 253
CODEC 648**

ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender: Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag der
 Generalsekretärin der Europäischen Kommission

Eingangsdatum: 8. März 2012

Empfänger: der Generalsekretär des Rates der Europäischen Union,
 Herr Uwe CORSEPIUS

Nr. Komm.dok.: SWD(2012) 23 final

Betr.: ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN
 ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG
 *Begleitunterlage zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen
 Parlaments und des Rates zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen
 in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur
 Änderung der Richtlinie 98/26/EG*

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Kommissionsdokument SWD(2012) 23 final.

Anl.: SWD(2012) 23 final



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 7.3.2012
SWD(2012) 23 final

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum

**Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates
zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen in der Europäischen Union und über
Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG**

{COM(2012) 73 final}
{SWD(2012) 22 final}

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum

Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Verbesserung der Wertpapierabrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG

Einleitung

Jedes an oder außerhalb einer Börse getätigte Wertpapiergeschäft durchläuft eine Abfolge von *dem Handel nachgelagerten* Prozessen, die zur Abwicklung des Geschäfts, d. h. der Lieferung von Wertpapieren gegen Barmittel, führt. Diese Prozesse werden in der Regel von sogenannten „Nachhandelsinfrastrukturen“ vorgenommen, zu denen zentrale Gegenparteien für das *Clearing* und Zentralverwahrer für die *Abrechnung* gehören.

Zentralverwahrer sind für den Nachhandelsbereich sehr wichtige Einrichtungen, da sie in der Regel die Verbuchung, Verwahrung und Abrechnung von Wertpapieren sicherstellen, wobei sie zum Zwecke der Abrechnung sogenannte Wertpapierabrechnungssysteme betreiben. Ferner spielen die Zentralverwahrer eine wichtige Rolle am Markt für Sicherheiten, insbesondere für geldpolitische Zwecke, da praktisch alle für geldpolitische Transaktionen in Frage kommenden Sicherheiten in der EU, vor allem im Euro-Währungsgebiet, von Zentralverwahrern betriebene Wertpapierabrechnungssysteme durchlaufen. Von Wertpapierabrechnungssystemen in der EU wurden 2010 Transaktionen im Wert von annähernd 920 Billionen EUR abgerechnet und Ende 2010 Wertpapiere im Wert von fast 39 Billionen EUR gehalten.

Daher sind die Zentralverwahrer von *systemischer Bedeutung* für die Märkte, in denen sie tätig sind, und unterliegen aufgrund der Zunahme grenzüberschreitender Geschäfte in Europa einer immer stärkeren Vernetzung; der grenzüberschreitende Wertpapierhandel macht etwa ein Drittel der gesamten Wertpapiergeschäfte auf dem europäischen Markt aus. Zentralverwahrer und Nachhandelsverfahren im Allgemeinen dürften zukünftig durch die Inbetriebnahme von Target2 Securities (T2S) noch enger miteinander verknüpft sein; das vom Eurosystem initiierte Projekt soll eine gemeinsame Plattform für die Wertpapierabrechnung in Europa bieten (geplante Einführung im Jahr 2015).

Der Markt für die Dienstleistungen der Zentralverwahrer in der EU ist mit mehr als 30 Zentralverwahrern und zwei internationalen Zentralverwahrern (Clearstream Banking Luxembourg und Euroclear Bank) stark fragmentiert. Im Vergleich dazu wird der gesamte US-Markt für Wertpapiere von nur zwei Zentralverwahrern, DTC und FedWire, bedient.

Politischer Auftrag und Anhörung der beteiligten Akteure

Die Dienststellen der Europäischen Kommission sind seit mehr als zehn Jahren mit Fragestellungen im Bereich der Nachhandelsverfahren befasst. Diese Arbeit wurde durch eine Entschließung des Europäischen Parlaments aus dem Jahr 2003 zu einer Konsultation der

Kommission zu Clearing und Abrechnung gutgeheißen und in der Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament „Clearing und Abrechnung in der Europäischen Union“ aus dem Jahr 2004 zusammengefasst.

In letzter Zeit fand diese Arbeit politische Unterstützung:

- In einem gemeinsamen Schreiben vom 8. Juni 2010 forderten Bundeskanzlerin Merkel und Präsident Sarkozy den Kommissionspräsidenten Barroso auf, die Möglichkeit einer Harmonisierung der Abrechnungsperioden in Europa in Betracht zu ziehen.
- Der Rat „Wirtschaft und Finanzen“ vom 2. Dezember 2008 betonte die Notwendigkeit, die Sicherheit und Solidität der Wertpapierabrechnungssysteme zu stärken, und war sich darin einig, dass zum Abbau rechtlicher Hindernisse im Zusammenhang mit Nachhandelsgeschäften, einschließlich Zugangsbeschränkungen für Zentralverwahrer, Rechtsakte der EU erforderlich sind.

Auch über den Bedarf an geeigneten Standards für Zentralverwahrer ist man sich international einig:

- Bereits 2001 verabschiedeten internationale Banken- und Wertpapieraufsichtsbehörden (CPSS-IOSCO) Empfehlungen für Wertpapierabrechnungssysteme. Diese Empfehlungen wurden von den europäischen Regulierungsbehörden (ESCB-CESR) im Jahr 2009 angepasst.
- Der Rat für Finanzstabilität wiederholte im Oktober 2010 die Forderung nach aktualisierten Standards zur Stärkung der zentralen Marktinfrastrukturen, einschließlich Zentralverwahrern, und sprach sich für die Überarbeitung und den Ausbau der bestehenden Standards aus.

Die Kommissionsdienststellen haben umfassende Konsultationen mit den betroffenen Akteuren, zu denen Regulierungsbehörden, Zentralverwahrer und Teilnehmer der Zentralverwahrer gehören, eingeleitet. Die öffentliche Konsultation vom 13. Januar bis 1. März 2011 ergab 101 Antworten.

Überblick über die problematischen Aspekte

Während die Zentralverwahrer innerhalb nationaler Grenzen in der Regel effizient und sicher funktionieren, ist die *grenzüberschreitende* Zusammenarbeit und Kommunikation zwischen nationalen Nachhandelssystemen weniger effizient und sicher; dies bedeutet, dass ein Anleger mit höheren Kosten und Risiken konfrontiert ist, wenn er Geld im Ausland anlegt. So fallen die Kosten für eine grenzüberschreitende Abrechnung bis zu viermal höher aus als für eine Abrechnung im Inland.

Im Folgenabschätzungsbericht wurden drei wesentliche Problembereiche ermittelt: höhere *Risiken* und höhere *Kosten* für die grenzüberschreitende Abrechnung sowie *uneinheitliche Wettbewerbsbedingungen* für Zentralverwahrungsdienstleistungen. Diese Probleme sind auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen, die im Folgenden kurz beschrieben werden.

Unterschiedliche Marktpraktiken bei der Durchführung der Abrechnung

a) Unterschiedliche Praktiken bei der Abrechnungsdisziplin

Die Anwendung der verschiedenen Maßnahmen zur Abrechnungsdisziplin wie Förderung einer frühzeitigen Abwicklung, Überwachung gescheiterter Abwicklungen, Anreize für eine pünktliche Abwicklung, Sanktionen und Eindeckungsverpflichtungen wird in den einzelnen EU-Märkten unterschiedlich gehandhabt. Dies führt zu einer erhöhten Anzahl *gescheiterter Abwicklungen* bei grenzüberschreitenden Geschäften und begünstigt eine *Aufsichtsarbitrage* (insbesondere in Wettbewerbssituationen nach Inbetriebnahme von T2S).

Darüber hinaus gibt es unterschiedliche Auslegungen des Begriffs der gescheiterten Abwicklung, was einen Marktteilnehmer, einen Zentralverwahrer oder eine Regulierungsbehörde insbesondere in einem grenzüberschreitenden Umfeld darin beeinträchtigt, Risikobereiche zu erkennen, Maßnahmen zur Risikobegrenzung zu ermitteln und entsprechend zu handeln.

In der Branche wurden Initiativen zur Harmonisierung einiger Marktpraktiken ergriffen, bisher war jedoch nur ein vergleichsweise langsamer Fortschritt zu verzeichnen. Die Empfehlungen der ESCB-CESR umfassen ebenfalls einige Grundsätze zur Abrechnungsdisziplin, für diese Maßnahmen gibt es aber größtenteils keinen Durchführungsplan.

b) Unterschiedliche Abrechnungsperioden

Die Abrechnung von Wertpapiergeschäften erfolgt in den meisten Fällen nicht unmittelbar, sondern in der Regel einige Tage nach dem Abschlussstag. In Europa werden Wertpapiere überwiegend an T+3 oder T+2 abgerechnet, d. h., drei bzw. zwei Tage nach dem Abschlussstag. Unterschiedliche Abrechnungsperioden führen bei grenzüberschreitenden Geschäften zu einer Reihe von Problemen: a) zusätzliches *Geschäftsrisiko*, b) erhöhte *Finanzierungskosten*, z. B. für Anleger, die Wertpapiere auf einem T+2-Markt kaufen und einem T+3-Markt verkaufen, sowie c) *Unterbrechung der Kapitalmaßnahmen* („*corporate actions*“), da keine Klarheit besteht, welche Anleger Anspruch auf Dividenden haben. Längere Abrechnungsperioden gehen mit Unsicherheit und einem erhöhten Gegenparteiausfallrisiko für Anleger einher.

Auf Veranlassung der Branche wurde im Jahr 2009 eine Arbeitsgruppe für die Harmonisierung von Abwicklungszyklen unter der Federführung der Kommissionsdienststellen eingerichtet, die die Notwendigkeit einer Harmonisierung bewerten und die am besten geeignete Alternative ermitteln sollte. Die Gruppe empfahl eine Harmonisierung auf T+2.

Unterschiedliche Vorschriften für Zentralverwahrer

Die Tätigkeiten der Zentralverwahrer in der EU sind auf nationaler Ebene geregelt, und die Mitgliedstaaten haben diesbezüglich unterschiedliche Bestimmungen festgelegt. So ist Zentralverwahrern die Ausübung von Bankgeschäften in einigen Ländern nicht erlaubt, während sie in anderen Ländern zur Erbringung bestimmter Bankdienstleistungen berechtigt sind, was für ihre Zentralverwahrungsgeschäfte ein zusätzliches Risiko bedeutet.

Die Empfehlungen der ESCB-CESR bieten den Aufsichtsbehörden Leitlinien für die Beurteilung der Sicherheit, Solidität und Effizienz von Zentralverwahrern, sie sind jedoch allgemein gehalten und nicht verbindlich.

Die unterschiedlichen Regeln führen zusammen mit den nachstehend beschriebenen Zugangshindernissen zur *Fragmentierung* des EU-Marktes für Nachhandelstätigkeiten. Infolge dieser Fragmentierung stützt sich die grenzüberschreitende Abrechnung von Wertpapiergeschäften auf komplizierte Ketten von Haltern, was die *Sicherheit* und die *Effizienz* solcher Geschäfte beeinträchtigt. Der Mangel an Effizienz führt dazu, dass bei einer grenzüberschreitenden Abrechnung im Vergleich zur Abrechnung im Inland höhere Kosten anfallen; darüber hinaus entstehen Anlegern, die ihre Vermögenswerte nicht in einem einzigen Liquiditätsverbund platzieren können, höhere operative und Finanzierungskosten.

Außerdem wird das *Beinahemonopol* inländischer Zentralverwahrer – zumindest für bestimmte Dienstleistungen und Wertpapiere wie z. B. notarielle Dienstleistungen für Aktien – durch die unterschiedlichen Regeln und die Zugangshindernisse gestärkt.

Beschränkungen des Zugangs zu Zentralverwahrern

a) Zugang von Emittenten zu Zentralverwahrern

Emittenten sind in ihrer freien Auswahl eines Zentralverwahrers insbesondere bei Aktien in vielen Mitgliedstaaten nach wie vor eingeschränkt. Diese Beschränkungen tragen zu einem *Wettbewerbsmangel* zwischen Zentralverwahrern und der *Fragmentierung* des EU-Marktes bei, was mit vorstehend beschriebenen Auswirkungen verbunden ist.

b) Zugang von Zentralverwahrern untereinander sowie zwischen Zentralverwahrern und anderen Marktinfrastrukturen

In einem vermehrt grenzüberschreitenden Umfeld ist der Zugang von Zentralverwahrern und anderen Marktinfrastrukturen (wie Handelsplätzen und zentralen Gegenparteien) untereinander unbedingt erforderlich, damit ein Wettbewerb zu gleichen Bedingungen stattfinden kann. Diese Zugangsrechte sind durch die Gesetzgebung auf europäischer oder nationaler Ebene nicht gewährleistet.

Die europäischen Verbände der Zentralverwahrer, Börsen und zentralen Gegenparteien unterzeichneten im Jahr 2006 einen Verhaltenskodex, in dem einige allgemeine Grundsätze zu diesem Thema festgelegt sind, welche jedoch auf einer freiwilligen Selbstverpflichtung beruhen und nur für Aktien gelten.

Rechtsgrundlage für Maßnahmen der EU

EU-Maßnahmen scheinen unter dem Gesichtspunkt der Subsidiarität aus folgenden Gründen angemessen:

- Die vorstehend beschriebenen Probleme betreffen im Wesentlichen grenzüberschreitende Fragestellungen. Daher wären von einzelnen Mitgliedstaaten selbstständig und unkoordiniert ergriffene Abhilfemaßnahmen im grenzüberschreitenden Kontext vermutlich nur wenig wirksam.
- Der systemische Charakter der Zentralverwahrer und deren zunehmende Verflechtung in Europa erfordern ein koordiniertes Vorgehen.
- Manche Aspekte der festgestellten Probleme werden bereits im geltenden EU-Recht geregelt; insbesondere durch die Richtlinie über Finanzsicherheiten, die Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen, die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und die

Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen. Jeder neue Vorschlag müsste perfekt auf diese EU-Vorschriften abgestimmt werden. Durch gemeinsame Bemühungen ist dies am besten zu erreichen.

Ziele

Im Rahmen der Folgenabschätzung soll die Möglichkeit geprüft werden, auf EU-Ebene Lösungen für die im Vorangehenden umrissenen Probleme zu entwickeln. Zu den strategischen Zielen gehören die Erhöhung der Sicherheit, die Steigerung der Effizienz und die Schaffung gleicher Ausgangsbedingungen für grenzüberschreitende Zentralverwahrdienstleistungen. In diesem Bericht sind auch konkrete operative Ziele definiert:

- (1) Weiterentwicklung der Rahmenbedingungen für die Abrechnung durch 1.1) Verbesserung der grenzüberschreitenden Abrechnungsdisziplin und 1.2) Vereinheitlichung der Abrechnungsperioden;
- (2) Einführung kohärenter Regeln für Zentralverwahrer in ganz Europa durch Harmonisierung 2.1) des Zulassungsrahmens, 2.2) der Aufsichts- und Organisationsvorschriften und 2.3) der Zulassungs- und Aufsichtssysteme für Zentralverwahrer;
- (3) Beseitigung der Hindernisse für den Zugang zu/von Zentralverwahrern; dies bezieht sich sowohl auf 3.1) den Zugang zwischen Emittenten und Zentralverwahrern als auch 3.2) von Zentralverwahrern untereinander sowie zwischen Zentralverwahrern und anderen Marktinfrastrukturen.

Handlungsalternativen und -instrumente

In der Folgenabschätzung werden für jedes operative Ziel einige Handlungsalternativen dargestellt, analysiert und mit der Ausgangslage verglichen.

1.1) Hinsichtlich der grenzüberschreitenden Abrechnungsdisziplin wurden folgende Alternativen in Betracht gezogen: zusätzliche Selbstverpflichtungen der Branche, Einführung gemeinsamer Abrechnungsgrundsätze, vorgeschriebene Anwendung standardisierter Verfahren bei der Abrechnungsdisziplin oder Einführung von Maßnahmen, die die gesamte Handels-/Nachhandelskette abdecken. Die Alternative, auf EU-Ebene verbindliche gemeinsame Grundsätze einzuführen, wurde festgehalten, da sie zur Standardisierung und Sicherheit beiträgt, aber trotzdem Innovation und Flexibilität in einem sich verändernden Marktumfeld zulässt. Diese Lösung wird auch von der Arbeitsgruppe für die Harmonisierung von Abwicklungszyklen bevorzugt.

1.2) Hinsichtlich der Abrechnungsperioden wurden die Alternativen T+1, T+2 und T+3 abgewogen. Im Einklang mit den Schlussfolgerungen der Arbeitsgruppe für die Harmonisierung von Abwicklungszyklen scheint die Alternative T+2 am besten geeignet, Gegenparteiausfallrisiken und Sicherheitsanforderungen zu reduzieren; darüber hinaus wird dadurch eine stärkere Automatisierung gefördert. Diese Vorteile sind dauerhaft, während die Umsetzungskosten für Marktteilnehmer einmalig und nur geringfügig höher als bei einer Harmonisierung auf T+3 sind.

2.1) Im Hinblick auf die Wahl eines Zulassungsrahmens werden im Bericht die gegenseitige Anerkennung von Zentralverwahrdienstleistungen innerhalb der EU und die EU-Lizenz

(sowie der EU-Pass) verglichen. Eine EU-Lizenz (und ein EU-Pass) wurden als beste Vorgehensweise festgehalten, um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und den Wettbewerb unter Zentralverwahrern zu fördern. Diese Sichtweise wird auch von den Teilnehmern der öffentlichen Konsultation mehrheitlich befürwortet, wenngleich es zum Geltungsbereich der Lizenz unterschiedliche Meinungen gibt, insbesondere bei der Frage, ob eine solche Lizenz Bankdienstleistungen, bei denen Zentralverwahrer das Hauptrisiko übernehmen, umfassen sollte.

Zu diesen Bankdienstleistungen enthält der Bericht einen Vergleich zwischen einem integrierten Modell, bei dem ein Zentralverwahrer bei der Erbringung bestimmter Bankdienstleistungen strengeren Anforderungen unterliegt als unter der Eigenkapitalrichtlinie (z. B. vollständige Besicherung von Kreditrisiken), und einem getrenntem Modell, bei dem solche Bankdienstleistungen von einem gesonderten Kreditinstitut ohne Einschränkung des Tätigkeitsbereichs aber unter den gleichen aufsichtsrechtlichen Auflagen erbracht werden. Das getrennte Modell wurde festgehalten, da es die Risikoübertragung von Bankgeschäften auf sonstige Tätigkeiten der Zentralverwahrer einschränkt und somit ein – für solche systemrelevanten Infrastrukturen besser geeignetes – geringes Risikoprofil gewährleistet. Dieser erhebliche Nutzen überwiegt im Vergleich zu den Kosten für die Umsetzung dieser Maßnahme, die im Wesentlichen Rechts-/Transaktionskosten für die Gründung einer eigenen juristischen Person und die Neuverhandlung bestehender Verträge umfassen.

2.2) Im Zusammenhang mit den Aufsichtsvorschriften werden im Bericht hauptsächlich zwei Alternativen für die Einführung solcher Vorschriften in Betracht gezogen: die Einführung gemeinsamer Grundsätze in die EU-Rechtsvorschriften mit detaillierten technischen Standards, die von der ESMA in Zusammenarbeit mit dem ESZB zu erstellen sind, oder die Vorgabe detaillierter gemeinsamer Rechtsvorschriften. Die erste Alternative wurde im Einklang mit den Standpunkten der beteiligten Akteure festgehalten, da sie folgende Möglichkeiten bietet: a) Flexibilität bei der Anpassung der Einzelheiten der Maßnahmen an die Marktbedingungen, b) bessere Ausrichtung an internationalen Normen und c) Einbeziehung des Europäischen Systems der Zentralbanken in die Ausarbeitung solcher Maßnahmen – dies ist für die Bewältigung der Verwaltungslasten der Zentralverwahrer von Bedeutung, da die von ihnen betriebenen Abrechnungssysteme von Zentralbanken überwacht werden.

2.3) Im Hinblick auf die Wahl des Zulassungs- und Aufsichtsrahmens für Zentralverwahrer werden im Bericht verschiedene Alternativen erwogen: nationale Zulassung/Beaufsichtigung der Zentralverwahrer, gegebenenfalls unter Einbeziehung der Behörden anderer Mitgliedstaaten, nationale Zulassung/Beaufsichtigung unter Einbeziehung der ESMA, eine Kombination beider Alternativen oder Zulassung/Beaufsichtigung durch die ESMA. Das Kombinations-Modell aus nationaler Zulassung/Beaufsichtigung unter Einbeziehung der Behörden anderer Mitgliedstaaten und der ESMA wurde festgehalten, da es den Behörden die Möglichkeit bietet, sich direkt an der Zulassung und Aufsicht von Zentralverwahrern mit grenzüberschreitenden Tätigkeiten flexibel zu beteiligen, wodurch kleineren Zentralverwahrern keine unnötige Verwaltungslast entsteht und bei größeren Zentralverwahrern eine gewisse Standardisierung dieser Zusammenarbeit sichergestellt wird.

3.1) Die Einführung eines Rechts für Emittenten, Wertpapiere über den Zentralverwahrer ihrer Wahl zu begeben, trägt zu der mit der EU-Lizenz geschaffenen Marktöffnung bei. Dieser Aspekt wird durch die Vorschrift, börsennotierte Wertpapiere im Effektengiro zu verbuchen, verstärkt, wodurch auch eine höhere Abrechnungseffizienz und kürzere Abrechnungsperioden erzielt würden, da im Effektengiro verbuchte Wertpapiere einfacher zu

liefern sind als Wertpapiere in Papierform. Die Auswirkungen auf die wenigen Märkte, die noch Wertpapiere in Papierform verwenden, könnten abgeschwächt werden, indem den Märkten über eine Umsetzungsfrist Zeit zur Anpassung gegeben wird.

3.2) Die EU-Lizenz sollte Zugangsrechte für Zentralverwahrer untereinander und zwischen Zentralverwahrern und anderen Marktinfrastrukturen umfassen.

Viele dieser Handlungsalternativen greifen ineinander. Eine Verbindung dieser Maßnahmen könnte zu folgenden Ergebnissen führen:

- Kurzfristig: stärkerer Wettbewerb unter Zentralverwahrern mit vermutlich positiven Auswirkungen auf die Qualität und die Kosten grenzüberschreitender Dienstleistungen. Dies könnte unmittelbare Vorteile für die Emittenten mit sich bringen, jedoch ist eine Anpassung der Entgelte von Zentralverwahrern nur dann mit geringeren Kosten für Anleger verbunden, wenn der gesteigerte Wettbewerb nicht kurzfristig zu einer stärkeren Fragmentierung führt.
- Mittel- bis langfristig: stärkere Konsolidierung des Marktes und geringere Fragmentierung (kürzere grenzüberschreitende Ketten von Wertpapierhaltern), was zu geringeren Risiken und Kosten bei grenzüberschreitenden Abrechnungen führt. Anleger könnten dadurch mit geringeren Kosten für die gesamte Nachhandelskette rechnen.
- Insgesamt kämen die vorgeschlagenen Maßnahmen sowohl Emittenten bei der Kapitalbeschaffung als auch Anlegern im Hinblick auf eine sicherere und kostenwirksamere Platzierung ihrer Mittel zugute; dies wäre mit umfassenden Vorteilen für die Wirtschaft verbunden.

Diese Vorteile zu quantifizieren ist jedoch schwierig. Der Entwurf einer Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen über Nachhandelsgeschäfte aus dem Jahr 2006 enthielt einige Schätzungen auf der Grundlage der Kostenunterschiede zwischen grenzüberschreitenden und inländischen Transaktionen und zwischen europäischen und US-amerikanischen Transaktionen (die den damals verfügbaren Studien, überwiegend aus den Jahren 2001-2004, entnommen wurden):

- Die gesamten Mehrkosten des Nachhandels für Anleger liegen zwischen 2 Mrd. EUR und 5 Mrd. EUR.
- Weitere Kostenreduzierungen von rund 700 Mio. EUR könnten durch eine Marktkonsolidierung erzielt werden.

Diese Zahlen liefern einen Hinweis auf die Größenordnungen, stellen jedoch wahrscheinlich eine Überschätzung des derzeitigen Nutzens von Rechtsvorschriften dar, da die Unterschiede zwischen den Kosten im grenzüberschreitenden und im inländischen Nachhandelsbereich geringer geworden sind, und T2S zu einer weiteren Reduzierung sowohl der inländischen als auch der grenzüberschreitenden Kosten führen dürfte.

Angesichts der bevorzugten Alternativen und der Notwendigkeit, eine einheitliche Anwendung des Rechtsrahmens in der gesamten EU sicherzustellen, wird eine Verordnung im Hinblick auf das Erreichen der angestrebten Ziele als das am besten geeignete politische Instrument angesehen.

Überwachung und Bewertung

Die Ex-post-Bewertung aller Politiken hat für die Kommission angesichts eines sich ständig verändernden Marktes oberste Priorität. Bei dieser Bewertung wird insbesondere geprüft, ob die Maßnahmen im Hinblick auf die zuvor erläuterten Ziele nach wie vor wirksam und effizient sind. Der Bericht enthält Vorschläge für einen Überwachungs- und Bewertungsrahmen, der eine regelmäßige Überwachung durch die ESMA, Branchenerhebungen und externe Studien miteinander verbindet. Im Bericht wird ferner die Überwachung weiterer Bereiche, in denen Probleme festgestellt wurden, z. B. die Internalisierung der Abrechnungen außerhalb benannter und gemeldeter Abrechnungssysteme, vorgeschlagen, ohne derzeit jedoch ein Tätigwerden der EU vorzusehen.