

# TARGET2-Securities – billigere og sikrere verdipapiroppgjør i Europa?

Vigdis Husevåg, spesialrådgiver i Avdeling for betalingsystemer i Norges Bank<sup>1</sup>

Ved uro i verdipapirmarkedet er det spesielt viktig at man har gode systemer for å gjøre opp handler. Den europeiske sentralbanken har etablert prosjektet TARGET2-Securities (T2S), som skal gjøre det enklere og billigere å gjøre opp verdipapirhandler på en trygg måte. T2S skal være en felles IT-løsning for oppgjør i euro og andre europeiske valutaer. T2S vil endre både hvordan slikt oppgjør skal skje og hvem som skal utføre det. Private aktører (verdipapirsentraler) skal utkontraktere teknisk drift til offentlig sektor (Eurosystemet). Etter samråd med sine kunder har 29 private verdipapirsentraler signert intensjonsavtale om å bruke T2S, og flere sentralbanker utenfor eurosonen vurderer å delta med nasjonal valuta. Høsten 2009 signerte VPS slik intensjonsavtale, og Norges Bank kunngjorde at banken vil forhandle om eventuell deltakelse. Planen er at T2S skal starte opp i september 2014. Viktige spørsmål, som priser og styring, er ennå ikke avgjort, og utfallet her kan bli avgjørende for oppslutningen. Denne artikkelen beskriver bakgrunnen for prosjektet, planer for hvordan T2S skal fungere, organisering og noen uavklarte spørsmål.

## 1. Innledning<sup>2</sup>

Det indre marked er langt på vei realisert på mange områder, og mange brikker er allerede på plass for å oppnå et indre kapitalmarked. Gjennom direktiver er nasjonale lover harmonisert, og det er blitt lettere å drive virksomhet i land der man ikke er fysisk etablert.

I 1999 ble euroen innført som felles valuta i finansmarkedene i eurosonen, og i 2002 også som sedler og mynt. Fra starten omfattet eurosonen 11 av 15 EU-land, og i dag omfatter den 16 av 27 EU-land. Eurosystemet, som består av Den europeiske sentralbanken (ECB) og de 16 nasjonale sentralbankene i eurosonen, har ansvar for pengepolitikk og prisstabilitet i euroområdet.

### Harmonisering av systemene for betalinger

Det finnes ulike systemer for oppgjør av store, mellomstore og små betalinger. De store betalingene er ofte knyttet til lån mellom banker, de mellomstore omfatter handel med valuta og verdipapirer mv., mens de små betalingene typisk er oppgjør for kjøp av varer og tjenester.

Integrasjon av systemene for oppgjør av store betalinger

i euroområdet ble oppnådd i 1999 gjennom oppgjørssystemet TARGET.<sup>3</sup> Når banker skal betale seg imellom, kan det gjøres på en trygg måte via innskudd på konti i sentralbanker. TARGET koblet sammen oppgjørssystemene til sentralbankene i eurosonen. Det gjorde at sentralbankoppgjør i euro kunne skje på en enkel måte også på tvers av landegrensene. I 2007–08 ble TARGET erstattet av TARGET2. Med TARGET2 kan bankene samle all sin eurolikviditet i én sentralbank. Bankene bruker ett og samme tekniske system når de betaler seg imellom via eurosentralbanker – uavhengig av om betalingen skjer innenlands eller mellom parter i ulike euroland.<sup>4</sup> Betaling mellom banker i ulike land i eurosonen skjer derfor like effektivt som innenfor et land.

Arbeidet med integrasjon av systemene for små betalinger skjer etter de samme prinsippene. Det skal gi raske og sikre løsninger uavhengig av hvem betalingen går mellom og hvor de måtte ha sin konto, se artikkel av Grønvik i dette nummeret av *Penger og Kreditt*.

Mellomstore betalinger omfatter som nevnt valuta- og verdipapirhandler. Valutaoppgjør skjer i dag gjennom

1 Takk til Morten Audsen, Gunnvald Grønvik, Arild Lund, Knut Sandal, Bent Vale og Kjetil Watne (alle Norges Bank), Arne Adli og Morten Nordby (begge VPS) og Per Erik Stokstad (Finansnærings Fellesorganisasjon) for gode innspill og kommentarer. Eventuelle feil og mangler er forfatterens ansvar alene.

2 Denne artikkelen gjør bruk av informasjon som ECB har publisert på sin hjemmeside [www.ecb.int](http://www.ecb.int) fram til og med 10. mai 2010. Her finner man bl.a. prosjektdokumenter, møtereferater, brev og uttalelser. Også brev fra VPS (11. september 2009) og fra Norges Bank (10. september 2009) er publisert her. Mye nyttig informasjon finnes bl.a. i prosjektdokumentet «User Requirement Document», brosjyren «T2S – settling without borders» og nyhetsrapportene «T2S OnLine Quarterly Review», den siste fra 26. april 2010.

3 TARGET: Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system.

4 TARGET2 driftes av sentralbankene i Tyskland, Frankrike og Italia.

det verdensomspennende systemet «Continuous Linked Settlement» (CLS), som ble innført i 2002. CLS omfatter i dag oppgjør i 17 valutaslag, inklusive norske kroner.

### **Ressurskrevende å gjøre opp verdipapirhandler over landegrensene**

Harmoniserte regler, felles valuta og felles løsninger for store og små betalinger er viktige brikker for å få på plass et indre kapitalmarked. Dessuten er markedene for verdipapirer blitt mer internasjonale. Det er imidlertid behov for å forbedre rutineene for hvordan handlene gjøres opp.

ECB fremholder i brosjyren «T2S – settling without borders» (se note 2) at oppgjør av verdipapirhandler over landegrensene er ressurskrevende. Nasjonale oppgjørssystemer er i liten grad harmonisert, verken juridisk, skattemessig eller teknisk. De imøtekommer dermed ikke behovene til banker som på egne og klienters vegne handler verdipapirer i flere land.<sup>5</sup> For å gjennomføre oppgjør mellom parter i ulike land er det behov for å formidle tjenester som «sammenkobler» ulike nasjonale systemer. ECB påpeker at det kan skje via bindeledd mellom verdipapirsentraler<sup>6</sup> eller – mer vanlig – ved at banker deltar i ulike nasjonale oppgjørssystemer gjennom andre banker som fungerer som mellomledd. Et tredje alternativ for internasjonale banker er å delta i eget navn i alle de aktuelle landene. Alle disse metodene er ressurskrevende. Deltakelse via mellomledd innebærer også en risikokseponering overfor mellomleddene.

I 2008 var det ifølge ECB nesten 40 verdipapirsentraler i EU. Kun 9 av EUs 27 land har en verdipapirsentral som inngår i et konsern som dekker flere land.<sup>7</sup> I USA er det bare to verdipapirsentraler.<sup>8</sup>

ECB antar at oppkjøp og fusjoner mellom private verdipapirsentraler ikke vil skje i så stort omfang at en får et verdipapiroppgjør som dekker hele Europa. Verdipapiroppgjør over landegrensene innenfor EU er ifølge ECB mer enn ti ganger så dyrt for investorer som innenlands oppgjør, og mye dyrere enn i USA.

ECB har etablert T2S-prosjektet for å redusere disse forskjellene og slik bidra til å utvikle et felles verdipapirmarked i Europa. ECB administrerer T2S-prosjektet. Sentralbankene i Tyskland, Frankrike, Italia og Spania skal i samarbeid utvikle T2S og stå for den tekniske driften på vegne av Eurosystemet.

Artikkelen er organisert som følger: Del 2 drøfter bakgrunnen for at ECB har igangsatt prosjektet. Del 3 og 4 beskriver planer for hvordan T2S skal fungere. I del 5 skisseres prosjektutvikling, organisering og tilsyn. Deretter, i punkt 6, trekkes det fram noen utfordringer for verdipapirsentralene. Til slutt, i punkt 7 pekes det på to viktige spørsmål som fortsatt er uavklart, nemlig priser og styringsform.

## **2. Bakgrunn**

I EU-regi er det iverksatt flere tiltak for å utvikle et indre verdipapirmarked i Europa. Det arbeides for å harmonisere regler, teknologi og markedspraksis mellom landene.<sup>9</sup> I 2006 signerte interesseorganisasjonene for europeiske børser, sentrale motparter<sup>10</sup> og verdipapirsentraler en avtale om felles regler kalt «Code of Conduct».<sup>11</sup> Den innebærer bl.a. at enhver verdipapirsentral og sentral motpart skal kunne tilby sine tjenester til enhver børs uavhengig av lokalisering. Dette åpner for økt konkurranse.

5 Det er vanlig at verdipapirhandel utføres av banker med egne avdelinger eller datterselskap for dette. I noen land, herunder Norge, utføres slik handel også av verdipapirforetak som ikke inngår i bankkonsern.

6 Se mer informasjon om dette på [www.ecsda.com](http://www.ecsda.com) og [www.linkupmarkets.com](http://www.linkupmarkets.com). ECSDA (The European Central Securities Depositories Association) er interesseorganisasjonen for verdipapirsentraler i Europa. LinkUpMarkets er en felles kommunikasjonsløsning som åtte europeiske verdipapirsentraler har implementert.

7 Euroclear omfatter syv land og Clearstream to land i Europa. Euroclear omfatter blant annet de nasjonale verdipapirsentralene for Frankrike, Belgia, Nederland, Sverige, Finland, England og Irland. De nasjonale verdipapirsentralene i Euroclear har delvis integrert sine systemer. For Frankrike, Belgia og Nederland er det etablert en felles oppgjørsløsning, kalt ESES (Settlement of Euronext-zone Securities), se [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com). I Europa omfatter Clearstream verdipapirsentraler i Tyskland og Luxemburg, se [www.clearstream.com](http://www.clearstream.com).

8 Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) gjør opp private rentepapirer og aksjer, se [www.dtcc.com](http://www.dtcc.com). Den amerikanske sentralbanken driver Fedwire Securities Services, som gjør opp verdipapirer utstedt av regjeringen, offentlig sektor og offentlig støttede foretak, se [www.frbservices.org](http://www.frbservices.org).

9 På oppdrag fra EU-kommisjonen har det vært gjennomført utredninger som avdekker mange barrierer for verdipapiroppgjør over landegrensene i EU, jf. Giovaninni-rapportene fra 2002 og 2003. EU-kommisjonen har bl.a. nedsatt en gruppe kalt CESAME2 som arbeider for å fjerne barrierene, jf. <http://ec.europa.eu>

10 En sentral motpart, eller en såkalt «Central Counterparty (CCP)», er en institusjon som går inn som motpart mellom selger og kjøper ved handel av finansielle instrumenter. Oslo Clearing er i dag CCP for derivater, og planlegger å tilby CCP-tjenester også for aksjer i juni 2010, se [www.osloclearing.no](http://www.osloclearing.no).

11 Avtalen heter «European Code of Conduct for Clearing and Settlement». Hensikten er bl.a. å sikre at klientene tilbys åpen informasjon om priser, og å avvike ordninger med kryss-subsidiering og innlåsningsmekanismer. EU-kommisjonen overvåker praktiseringen ved hjelp av en egen gruppe kalt MOG, jf. <http://ec.europa.eu>

## Levering mot betaling

Konkurransen kan bare oppnås om det legges teknisk til rette for at internasjonale banker har lett og trygg tilgang til verdipapirer registrert i hele Europa. Ifølge internasjonale anbefalinger for verdipapiroppgjør<sup>12</sup> skal selger gi fra seg rettigheter til verdipapirer hvis og bare hvis kjøper betaler. Dette kalles levering mot betaling, såkalt «Delivery Versus Payment (DVP)». Dessuten skal betaling mellom de involverte bankene skje i en sentralbank. Deltakere i nasjonale system for verdipapiroppgjør sikres normalt DVP i sentralbankpenger, se boks 1, figur 1. Internasjonale banker som deltar i ulike nasjonale systemer via mellomledd, er eksponert overfor disse og sikres ikke DVP i sentralbankpenger.

## En felles IT-løsning for oppgjør av verdipapirer i Europa

Eurosystemet skal ifølge sine statutter sikre at avregnings- og oppgjørssystemene i EU er effektive (artikkel 22) og sørge for verktøy og sette vilkår for gjennomføring av pengepolitikk og tilhørende betalinger (artikkel 17 og 18). Ifølge ECB vil T2S være et virkemiddel for å utføre disse oppgavene. ECBs ambisjon er at T2S skal legge teknisk til rette for at rettigheter til verdipapirer skal kunne overføres på en like trygg og effektiv måte enten overføringen skjer innen en og samme verdipapirsentral eller mellom verdipapirsentraler i hvert sitt land.

T2S skal sørge for dette ved å tilby en felles IT-løsning for oppgjør av verdipapirer i Europa. T2S vil yte IT-tjenester til verdipapirsentraler, men T2S skal ikke selv være en verdipapirsentral.<sup>13</sup> I T2S skal man på samme måte som i TARGET2 bruke det samme tekniske systemet for oppgjør enten partene er i samme land eller ikke. De samme forbedringene som TARGET2 har medført for store betalinger mellom banker, skal T2S medføre for bankers oppgjør av verdipapirhandler.

Det vil fortsatt være rom for noen nasjonale regler ut fra legale og skattemessige hensyn, men Eurosystemet

tar sikte på at T2S vil være en katalysator for harmonisering av nasjonale regler. Arbeidet med harmonisering skjer bl.a. i samarbeid med EU-kommisjonen.

## Stordriftsfordeler

Det er store faste og små variable kostnader ved å drifte systemer for betalingsoppgjør. Jo flere transaksjoner å fordele kostnadene på, jo lavere kan prisene settes. Dette gjelder også for verdipapiroppgjør og systemer for å håndtere sikkerhet for lån. Eurosystemet planlegger at en sentralisert ordning for sikkerhet for lån, kalt CCBM2,<sup>14</sup> skal iverksettes før eller samtidig med T2S. T2S og CCBM2 skal driftes sammen med TARGET2, noe som åpner for synergieffekter.

## Kostnadsdekning til lave priser

Eurosystemet skal verken tjene eller tape på å utvikle og drive T2S. Prisene skal derfor fastsettes med sikte på at Eurosystemet oppnår kostnadsdekning. ECB har ambisjoner om at T2S skal bli en av de billigste oppgjørsløsningene for verdipapirer i verden. Målet er at prisen for oppgjør i T2S også skal bli lavere enn det billigste innenlandske verdipapiroppgjøret i Europa i dag. Prisene er ennå ikke fastsatt, men ECB har antydning av et mulig prisnivå, se punkt 7.1.

## Finansiell stabilitet

ECB fremholder at T2S vil ha en positiv effekt på finansiell stabilitet på tre måter:

- Risikoen ved grensekryssende oppgjør vil bli betydelig redusert.
- Bankene får bedre løsninger for styring av likviditet og sikkerhet for lån, noe som er spesielt viktig ved markedsuro.
- Ved å gjøre de europeiske finansmarkedene mer effektive og integrerte, vil T2S gjøre det lettere for aktørene å diversifisere og dele risiko.

12 Se nærmere om internasjonale anbefalinger i punkt 5.3.

13 ECB mener at virksomhet som verdipapirsentral er utenfor ECBs mandat. Mandatet er definert gjennom et vedlegg til EUs traktat. Det ble først vedtatt som en del av Maastricht-traktaten og er senere videreført med mindre modifikasjoner i Lisboa-traktaten (gjeldende utgave av EUs traktat).

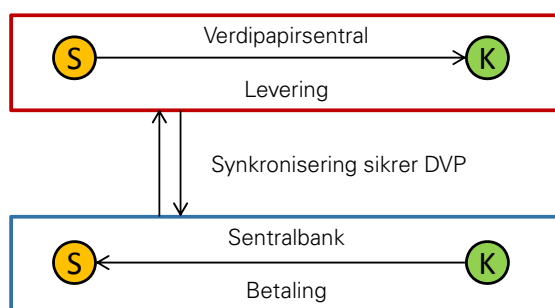
14 CCBM: «Correspondent Central Banking Model». Via CCBM kan banker låne i sentralbanker i eurosonen på basis av verdipapirer stilt som sikkerhet overfor andre sentralbanker i eurosonen. CCBM er et nettverk mellom sentralbankers systemer, slik som også TARGET var, mens CCBM2 vil bli en sentralisert versjon.

### Boks 1: Oppgjør av verdipapirhandler

Denne boksen gir en oversikt over innenlands oppgjør av verdipapirhandler i dag (figur 1) og hvordan oppgjør vil skje i T2S (figur 2 og 3).

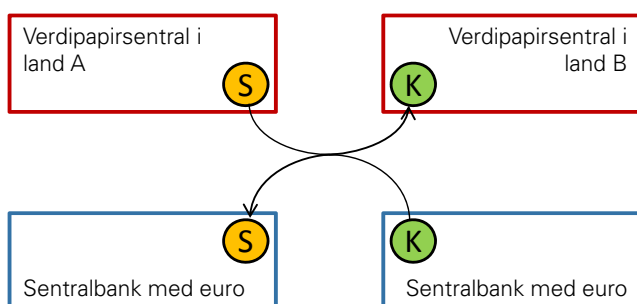
Figur 1 illustrerer hvordan to banker kan gjøre opp en verdipapirhandel. I de fleste land i Europa, inklusive Norge, skjer verdipapiroppgjør i et todelt system, der sentralbanken og verdipapirsentralen drifter hver sin del. De to oppgjørene er synkroniserte for å sikre levering mot betaling i sentralbankpenger, såkalt «Delivery Versus payment (DVP)».

**Figur 1** Et eksempel på innenlands oppgjør av verdipapirhandel mellom selger (S) og kjøper (K) basert på levering mot betaling (DVP)

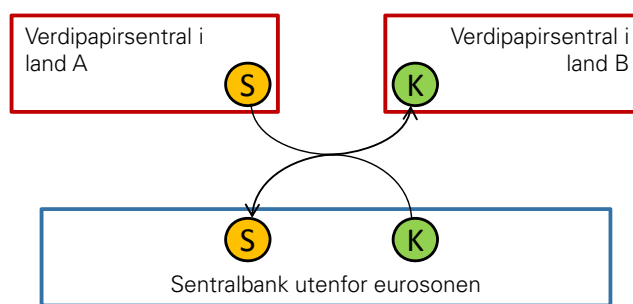


T2S vil omfatte oppgjør både på verdipapirkonti og sentralbankkonti på én og samme tekniske plattform. Ifølge ECB vil T2S teknisk koble sammen alle konti som brukes til verdipapiroppgjør i alle deltakende verdipapirsentraler og sentralbanker. Mot betaling i sentralbankpenger kan bankene få overført rettigheter til verdipapirer mellom alle verdipapirsentralene som deltar i T2S. Overføring og betaling skjer samtidig i en og samme tekniske operasjon. Dette er illustrert i figur 2 for euro og figur 3 for annen valuta. For handler som gjøres opp i euro, kan kjøpende og selgende bank ha konto i samme eller hver sin eurosentralbank. Figur 2 illustrerer sistnevnte. For oppgjør i en annen valuta må både kjøpende og selgende bank ha konto i den sentralbanken som utsteder valutaen, som illustrert i figur 3.

**Figur 2** T2S: Oppgjør av verdipapirhandel over landegrensene med simultan levering mot betaling – et eksempel med euro. (K = kjøper, S = selger)



**Figur 3** T2S : Oppgjør av verdipapirhandel over landegrensene med simultan levering mot betaling – et eksempel med en annen valuta enn euro. (K = kjøper, S = selger)



### 3. Skisse av integrert oppgjørsmo- dell i T2S

Sentralbankene i Tyskland, Frankrike, Italia og Spania skal stå for den tekniske driften av oppgjøret på vegne av alle sentralbanker og verdipapirsentraler som deltar i T2S. De nasjonale sentralbankene og verdipapirsentralene skal fortsatt tilby oppgjørstjenester til banker som er deres kunder. Kundene vil derfor som før ha konto i og forholde seg til sentralbankene og verdipapirsentralene. Forskjellen er at oppgjøret av verdipapirtransaksjonene skal utføres teknisk i T2S og ikke i de eksisterende nasjonale IT-systemer.<sup>15</sup> Det er verdipapirsentraler og sentralbanker som skal signere kontrakter om deltakelse i T2S, ikke deres kunder.

#### Oppgjør per valuta

Oppgjør i T2S skal skje per valuta. Banker som vil gjøre opp handler i euro i T2S, må ha konto i en eurosentralbank. For å gjøre opp i annen valuta i T2S, er det nødvendig å ha konto i den sentralbanken som utsteder valutaen. Dersom det besluttes at Norges Bank skal delta i T2S, må derfor banker som vil gjøre opp verdipapirhandler i norske kroner i T2S, ha konti i Norges Bank. Bankene vil fortsatt ha sine kronefordringer på Norges Bank.

T2S tilbyr ikke noen mekanisme for veksling eller for å motregne motsatte posisjoner i ulike valutaer. Kjøper og selger kan imidlertid avtale at oppgjør skal skje i en annen valuta enn handelen.

#### Kun intradag pengeposisjoner i T2S

Alle pengeposisjoner på T2S-konti er intradag-posisjoner. Etter hvert oppgjørsdøgn skal alle saldi på pengekonti i T2S «tømmes» over til konti i TARGET2 (for euro) og nasjonale oppgjørssystemer (for andre valutaer), se punkt 4.2. Fordi alle pengeposisjoner i T2S er intradag, skal T2S ikke påvirke gjennomføringen av pengepolitikken i noen land.

#### Levering samtidig med betaling

T2S vil omfatte oppgjør på verdipapirkonti og sentralbankkonti på én og samme tekniske plattform. For hver handel skjer oppgjør ved at rettigheter til verdipapirer

overføres mot penger i en og samme tekniske operasjon. Dette kalles integrert modell. Levering skjer samtidig med betaling, dvs. simultan DVP, se boks 1, figur 2 og 3. Handlene bokføres enkeltvis (brutto) på avtalt dag straks de har dekning. Vanligvis er avtalt oppgjørsdag noen dager etter handel.<sup>16</sup>

#### Én inngangsport til verdipapirer i hele Europa

T2S vil koble sammen alle konti som brukes til verdipapiroppgjør i alle deltakende verdipapirsentraler og sentralbanker. Mot samtidig betaling i sentralbankpenger kan bankene få overført rettigheter til verdipapirer mellom alle verdipapirsentralene som deltar i T2S. T2S gjør det derfor mulig for bankene å samle egne og klienters beholdninger av europeiske verdipapirer i én verdipapirsentral. Dette forutsetter at verdipapirsentralene i T2S åpner for at alle de andre sentralene skal kunne opprette konti hos dem på vegne av klienter.<sup>17</sup>

#### Ny organisering av verdipapiroppgjøret i alle deltakerland

Det er i dag til dels store forskjeller på de nasjonale oppgjørssystemene – men ingen land i Europa har en integrert modell i sentralbankregi, slik T2S vil innføre. I de fleste land i Europa, inklusive Norge, er verdipapiroppgjøret et todelt system der sentralbanken og verdipapirsentralen drifter hver sin del. De to oppgjørene er synkronisert for å sikre DVP, se boks 1, figur 1. I de fleste land gjøres handlene opp enkeltvis (brutto), mens noen land, inklusive Norge, har såkalt multilateralt nettooppgjør.<sup>18</sup>

ECB fremholder flere grunner til at man anser integrert modell og bruttooppgjør som den beste løsningen:

- Ved å velge bruttooppgjør fremfor nettooppgjør unngår man risikoen for at en av deltakere får betalingsproblemer i den perioden som trengs for å beregne posisjonene før oppgjør.
- Det å ha to adskilte oppgjørssystem (ett i sentralbanken og ett i verdipapirsentralen) som må synkroniseres via meldinger, innebærer risiko for feil og forsinkelser.
- Det er enklere å effektivisere lån mot sikkerhet i verdipapirer når man har penge- og verdipapirkonti i samme system, se punkt 4.1.

15 Dette kan være IT-systemer som man eier og drifter selv, eller systemer hos en tredjepart som man har utkontraktert til.

16 Ifølge internasjonale anbefalinger, se punkt 5.3, skal det ikke gå mer enn 3 dager fra handel til oppgjør. Handler på Oslo Børs gjøres normalt opp i VPS etter 2 dager når det gjelder sertifikater, og etter 3 dager når det gjelder aksjer, grunnfondsbevis og obligasjoner.

17 Dette er i tråd med «Code of Conduct» og ECBs krav til verdipapirsentraler i T2S («Eligibility criteria for central securities depositories in T2S»).

18 I det norske verdipapiroppgjøret VPO får hver deltaker beregnet én posisjon for penger og én posisjon per verdipapir overfor alle de andre deltakerne samlet sett. Pengeposisjonene bokføres netto for hver bank i Norges Bank, mens verdipapirtransaksjonene bokføres enkeltvis i VPS.



## 4. Likviditetsoptimering og døgnåpen drift i T2S

### 4.1 Likviditetsoptimering

Det er viktig at bankene ikke må binde opp mer likviditet enn nødvendig til oppgjør. T2S vil inneholde mange funksjoner som bidrar til effektiv likviditetsutnyttning. Mange av disse funksjonene er vanlige i dagens nasjonale systemer:

- Bankene skal lett kunne føre penger inn og ut av T2S.
- Motsatte posisjoner motregnes (nettes).
- Hvis en part ikke har dekning for hele transaksjonen, kan den deles opp.
- T2S vil tilby automatisert sikkerhet for lån.
- Bankene skal tilbys fleksible ordninger for pengekonti i T2S.
- Det skal utvikles gode løsninger for transaksjons- og informasjonsutveksling.

#### Overføring av likviditet

Basert på en felles kommunikasjonsstandard kan bankene overføre euro mellom eurokonti i T2S og TARGET2. Tilsvarende skal bankene kunne overføre annen valuta mellom T2S og nasjonale oppgjørssystemer.

#### Teknisk netting

Ved multilaterale nettooppgjør, som bl.a. Norge har i dag, motregnes inn- og utbetalinger. Det optimerer utnyttelsen av deltakernes likviditet. Tilsvarende besparelse kan man oppnå ved bruttooppgjør dersom man bokfører mange handler på samme klokkeslett. Denne funksjonen vil inngå i T2S, og kalles teknisk netting. Transaksjoner som mangler dekning på avtalt oppgjørsgang, vil vente i en kø. T2S vil kontinuerlig sjekke om transaksjoner i kø kan gjøres opp. Dette skiller seg fra den netting man har ved multilaterale nettooppgjør, der man har faste oppgjørstidspunkt noen ganger per dag (i Norge ca. kl. 6 og ca. kl. 12).

#### Deloppgjør

Dersom selger mangler dekning for noen verdipapirer som er meldt inn til oppgjør, kan T2S gjøre opp det som er tilgjengelig og plassere resten i kø. Dette kalles deloppgjør. Hvis kjøper mangler penger, vil hele handelen bli liggende i kø.

#### Automatisert sikkerhet for lån

Bankene kan oppta lån for oppgjør i T2S via to kanaler:

- Bankene kan øke sine innskudd i sentralbankenes oppgjørssystemer basert på lån mot sikkerhet. For euro kan

sentralbankene øke sine innskudd i TARGET2 ved lån mot sikkerhet i CCBM2 og deretter overføre euro til sine eurokonti i T2S. For andre valutaer kan bankene øke sine innskudd i den aktuelle sentralbanken via dennes låneordning og så føre over valuta til sine valuta-konti i T2S.

- Bankene kan også bruke en egen låneordning i T2S basert på automatisert sikkerhet for lån. Hvis en kjøpende bank mangler dekning, vil T2S automatisk sørge for at banken får et lån i sin sentralbank, forutsatt at banken kan stille sikkerhet. Sikkerheten kan bestå av verdipapirer som banken er i ferd med å overta i oppgjøret eller som banken eier fra før. T2S vil først undersøke muligheten for det første, da det er mest likviditetsbesparende. Noen land tilbyr ulike varianter av dette i dag. Dersom verdipapirer stilt som sikkerhet skal selges, vil T2S automatisk undersøke om sikkerheten kan erstattes.

For alle typer lån vil det fortsatt være sentralbankene som bestemmer hva slags verdipapirer de godtar som sikkerhet. Normalt godtas ikke aksjer.

#### Fleksible ordninger for pengekonti i T2S

I verdipapiroppgjøret i mange sentralbanker, inklusive Norges Bank, er det to «nivåer» av deltakere. Noen banker deltar direkte, dvs. med egne oppgjørskonti i sentralbanken. Andre deltar indirekte, dvs. at deres pengeposisjoner gjøres opp via direkte deltakere basert på kredittavtaler. T2S skal tilby en standard metode der direkte deltakere kan gi sikret kreditt til indirekte deltakere. Metodene for automatisert sikkerhet for lån skal kunne brukes både når bankene låner i sin sentralbank og når kunder låner i sin bank. Det planlegges at funksjonen skal være frivillig og prises separat. Bankene skal kunne opprette særskilte pengekonti i T2S både for egne og klienters posisjoner. Sistnevnte opprettes i bankens navn. Et eget system vil gi samlet oversikt over likviditeten bankene har på alle sine pengekonti i T2S.

#### Kommunikasjon

T2S er avhengig av et godt kommunikasjonssystem. Forutsatt samtykke fra sin verdipapirsentral kan bankene sende oppgjørstransaksjoner direkte til T2S og få tilgang til informasjon om ordre, saldi og prognoser for forventet likviditetsbehov. Alle meldinger mellom banker, sentralbanker og verdipapirsentraler vil bli basert på en felles kommunikasjonsstandard.

ECB har besluttet at tre konkurrerende nettverkstilbydere skal sørge for at slike meldinger kan sendes. ECB vil begrense antallet til tre for å holde den operasjonelle risikoen og prosjektrisikoen lav. Brukerne av T2S skal kunne velge hvilken av de tre de vil bruke. Eurosystemet

vil sende forslag til utvelgelseskriterier på offentlig høring sommeren 2010 og vil starte den formelle utvelgelsesprosessen høsten 2010. ECB antar at utvelgelsen vil skje høsten 2011.

#### 4.2 Døgnåpen drift

T2S skal ha døgnåpent. Overgangen til et nytt oppgjør-døgn vil ikke være kl 24.00, men kvelden før. Ifølge foreløpige planer har man skissert følgende mønster for driftsdøgnet:

- Kl. 18.45 – kl. 19.30: Bankene foretar innskudd på sine pengekonti i T2S.
- Kl. 19.30 – kl. 03.00: Nattoppgjør.
- Kl. 03.00 – kl. 05.00: Teknisk vedlikehold.
- Kl. 05.00 – kl. 18.00: Dagoppgjør.
- Kl. 18.00 – kl. 18.45: Oppgjørsdøgnet avsluttes. Alle pengekonti i T2S «tømmes».

De fleste sentralbanker har i dag kun dagoppgjør. Åpningstiden i T2S kan dermed kreve endringer i åpningstiden også i de nasjonale betalingssystemene både i og utenfor sentralbankene.

De fleste transaksjoner i T2S vil trolig bli gjort opp om natten. I og med at de fleste verdipapirhandler har avtalt oppgjør noen dager fram i tid, vil nattoppgjøret starte med at et stort antall handler er klare til oppgjør. Selv om en bank starter med saldo null, kan likevel mange handler bli gjort opp om natten pga. de likviditetsoptimerende funksjonene nevnt i punkt 4.1. På dagtid kan man gjøre opp handler som manglet dekning i nattoppgjøret. Dessuten kan man gjøre opp handler der partene avtaler at oppgjør skal skje med en gang.

## 5. Prosjektutvikling, organisering og tilsyn

ECB planla i utgangspunktet at T2S skulle starte opp i juni 2013, med puljevis oppstart for verdipapirsentralene. ECB annonserte i januar i år at det var behov for å lage en ny tidsplan, blant annet fordi man brukte lengre tid enn planlagt på å komme fram til den tekniske dokumentasjonen for å utvikle T2S.<sup>19</sup> 26. april i år kunngjorde ECB at oppstarten for første pulje av verdipapirsentraler er utsatt til september 2014. Det er ikke laget en detaljert

tidsplan ennå, men man legger opp til at verdipapirsentralene skal begynne å teste T2S i januar 2014.

### 5.1 Utviklingen av prosjektet

ECB lanserte T2S-prosjektet som et tiltak for verdipapirhandel i euro sommeren 2006. Finansministrene i EU ville ikke begrense T2S til euroområdet og uttalte i februar 2007 at T2S bør være åpen for andre europeiske valutaer og for verdipapirsentraler utenfor eurosonen. ECB inviterte derfor verdipapirsentraler og sentralbanker fra hele Europa til å delta i T2S – inklusive land utenfor EU/EØS.

Våren 2007 var det således klart at T2S ville være åpen for verdipapiroppgjør i norske kroner. Norges Bank meddelte markedsaktørene at sentralbanken vil legge til rette for oppgjør i norske kroner i T2S dersom markedsaktører etterspør det. I regi av Norges Bank ble det dannet en norsk informasjons- og diskusjonsgruppe som var åpen for alle interesserte.<sup>20</sup>

Eurosystemet etablerte raskt omfattende systemer for konsultasjon med markedsaktørene. Våren 2008 var hovedtrekkene i brukerønskene avklart i «User Requirement Document».<sup>21</sup> Det ble også konkludert med at prosjektet var gjennomførbart juridisk og teknisk.

Basert på dette ba ECB verdipapirsentralene om å si ifra om de støttet T2S og hadde som hensikt å bruke T2S når det ble satt i drift. Av de 26 verdipapirsentralene som svarte, støttet 19 prosjektet under visse betingelser, mens fem (inklusive VPS) trengte mer tid. To verdipapirsentraler som i utgangspunktet var negative, har nå ombestemt seg. Flere andre aktører kunngjorde sin støtte til T2S, bl.a. børsbørsnettet NASDAQ OMX og bankforeningen European Banking Federation.<sup>22</sup>

Basert på egne analyser og markedsdeltakernes tilbakemeldinger besluttet hovedstyret i ECB, der direktøren og alle sentralbanksjefene i eurosonen deltar, å realisere prosjektet. Det betyr at Eurosystemet har forpliktet seg til å utvikle T2S og sørge for de nødvendige ressursene til dette. ECB bærer budsjett- og omdømmerisikoen.

I september 2009 kunngjorde Norges Bank at banken vil forhandle om eventuell deltakelse i T2S, og VPS kunngjorde at den ville signere intensjonsavtale, noe som ble gjort i november. Avtalen skisserer hvilke oppgaver verdipapirsentralene skal utføre for å forberede seg og

19 Det gjelder spesielt et dokument kalt «T2S Functional Design, General Functional Specifications».

20 Gruppen ble dannet etter et åpent møte i Norges Bank i mai 2007, der ECBs prosjektleder presenterte T2S-prosjektet for ca. 50 representanter fra nasjonale og internasjonale markedsaktører og myndighetsorganer.

21 Dette er basisdokumentet for å utvikle T2S. Det har blitt revidert i flere runder fram til 18. februar 2010.

22 European Banking Federation representerer ca. 5000 europeiske banker, se [www.ebf-fbe.eu](http://www.ebf-fbe.eu).

sine kunder til T2S. Verdipapirer registrert i VPS omsettes primært i norske kroner, men det kan også bli aktuelt for VPS å gjennomføre oppgjør i T2S i euro og andre valutaer. Det forutsetter at VPS inngår oppgjørsavtaler med relevante sentralbanker.

Danmarks Nationalbank var den første sentralbanken utenfor euroområdet som var positiv til å delta i T2S.<sup>23</sup> Også Sveriges riksbank vil forhandle om eventuell deltakelse i T2S. Sentralbanken i Sveits har uttalt at den foreløpig ikke vurderer å delta, fordi markedsaktørene ikke etterspør oppgjør av nasjonal valuta i T2S. Bank of England er avventende. Banken har uttalt at dens vurderinger vil avhenge av avklaring av kostnadsspørsmål og hvorvidt det gjøres endringer i styringsstrukturen som bedre tilgodeser sentralbanker utenfor euroområdet, se punkt 5.2 og 7.2.

Hittil er det dermed tre sentralbanker utenfor eurosonen (den svenske, danske og norske) som formelt har indikert at de vil forhandle om oppgjør av sin nasjonale valuta i T2S. Ifølge ECB er det også flere andre sentralbanker utenfor eurosonen som følger utviklingen nøye.

## 5.2 Organisering i utviklingsfasen

Øverste beslutningsorgan for T2S er ECBs hovedstyre. Dette betyr at sentralbanker utenfor eurosonen, og verdipapirsentraler, ikke er representert der de endelige beslutningene tas. Hvordan dette skal organiseres i driftsfasen er fortsatt uavklart, se punkt 7.2. Ansvaret for den daglige ledelsen av T2S-prosjektet er gitt til et programstyre, kalt «Programme Board», på åtte personer, fem fra eurosentralbanker, en fra en sentralbank utenfor eurosonen og to tidligere ledere av verdipapirsentraler. Programstyret ble opprettet våren 2009.

Alle viktige spørsmål angående T2S' regler og funksjoner drøftes i en rådgivende gruppe, kalt «Advisory Group», som ble opprettet våren 2007. Gruppen møtes fire ganger i året. Gruppen ledes av ECB og består av programstyret og representanter fra 12 sentralbanker (inklusive Norges Bank), 27 verdipapirsentraler (inklusive VPS) og 27 banker (herunder DnB NOR). Dessuten deltar ulike bankforeninger mv. som observatører (ca. 10 personer). Den rådgivende gruppen nedsetter undergrupper der spesialister utreder særskilte tema. I de aller fleste debatter har medlemmene i den rådgivende gruppen blitt enige, slik at man har kunnet gi et omforent råd til ECBs hovedstyre, men i tre saker har det vært nødvendig med avstemning.

I hvert land er det etablert nasjonale brukergrupper, kalt «National User Groups». Her gir markedsaktørene råd til sitt lands representanter i den rådgivende gruppen. Etter at Norges Bank og VPS erklærte sin interesse for T2S i september 2009, fikk de hver sin representant i den rådgivende gruppen. Den nevnte norske informasjons- og diskusjonsgruppen som ble dannet i 2007, fikk da formell status som norsk brukergruppe, slik at møtereferater publiseres på [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Våren 2010 fikk også norske markedsaktører, representert med DnB NOR, en plass i den rådgivende gruppen.

ECB holder også åpne diskusjonsmøter for interesserte fire ganger i året. ECB har ca. 60 ansatte som arbeider i T2S-prosjektteamet. ECB har rekruttert flere av disse fra private verdipapirsentraler og banker for å tilføre ECB kompetanse om verdipapiroppgjør. De fire sentralbankene som teknisk skal utvikle og drifte T2S, har avsatt ca. 200 personer til T2S.

Høsten 2009 ble det dannet en kontaktgruppe for alle verdipapirsentralene som deltar i prosjektet. Denne gruppen forhandler med Eurosystemet om en bindende kontrakt, såkalt «Framework Agreement», som skal avløse intensjonsavtalene. Man tar sikte på å konsultere tilsynsmyndighetene på et relativt tidlig stadium i prosessen. Det planlegges å sende et utkast til tilsynsmyndigheter i regi av CESR («Committee of European Securities Regulators»)<sup>24</sup> i slutten av juli 2010, etter en intern validering i ECBs hovedstyre. Planen videre er at man skal komme til enighet om en tekst som verdipapirsentralene kan signere i 2. kvartal 2011.

Høsten 2009 startet foreløpige diskusjoner mellom Eurosystemet og sentralbanker utenfor eurosonen. ECB kunngjorde i sin nyhetsrapport 26. april i år at man nå tar sikte på å starte formelle forhandlinger for å komme fram til en kontrakt, kalt «Currency Participation Agreement».

ECBs hovedstyre vedtok i april 2010 ECBs retningslinjer for T2S, kalt «T2S Guideline».<sup>25</sup> Dette dokumentet vil utgjøre grunnlaget for det legale rammeverket for T2S og danne basis for alle fremtidige juridiske avtaler. Før Eurosystemet kan inngå kontrakter med henholdsvis verdipapirsentralene og sentralbanker utenfor eurosonen er det nødvendig at man avklarer priser og at man lykkes i å komme til enighet om en styringsform i driftsfasen. Disse uavklarte spørsmålene gjennomgås i punkt 7.

23 Sentralbanken i Danmark deltar også i TARGET2.

24 Se [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).

25 T2S Guideline (ECB/2010/2).



### 5.3 Tilsyn og overvåking

Systemene for oppgjør av verdipapirhandel er viktige for velfungerende verdipapirmarkeder. Det er store verdier som overføres, og svikt i disse systemene kan derfor medføre alvorlige konsekvenser. Av hensyn til finansiell stabilitet er aktørene som tilbyr tjenester knyttet til handel og oppgjør av verdipapirer (herunder børser, verdipapirsentraler, sentrale motparter og banker) under tilsyn av nasjonale myndigheter. Samtidig har sentralbanker ansvar for å fremme finansiell stabilitet, herunder effektive og sikre betalingssystemer.

Sentralbanker og tilsynsmyndigheter har samarbeidet internasjonalt om hvordan verdipapiroppgjør bør utføres. I 2001 ble det publisert internasjonale anbefalinger i regi av sentralbanker ved CPSS<sup>26</sup> og finanstilsyn ved IOSCO.<sup>27</sup> I 2009 publiserte europeiske sentralbanker i regi av The European System of Central Banks (ESCB) og tilsynsmyndigheter i regi av CESR tilsvarende anbefalinger for Europa. Disse bygger på CPSS/IOSCO-anbefalingene, men stiller strengere krav til effektivitet og sikkerhet.

T2S er utformet med tanke på å oppfylle ESCB/CESR-anbefalingene. Sentralbankene og tilsynsmyndighetene i Europa arbeider med å utforme et system der de samarbeider om overvåking og tilsyn av T2S.

## 6. utfordringer for verdipapirsentralene

### 6.1 Uvanlig form for utkontraktering

T2S innebærer at private aktører (verdipapirsentraler) skal utkontraktere teknisk drift til offentlig sektor (Eurosystemet). Da prosjektet ble lansert i 2006, kunne man spørre seg om det var ment som et «varselskudd», dvs. at verdipapirsentralene ble oppfordret til å finne en privat løsning som overflødiggjorde ECBs forslag. Verdipapirsentralene valgte imidlertid å engasjere seg i T2S-prosjektet.

Vanligvis skjer utkontraktering ved at privat eller offentlig virksomhet utkontrakterer til en privat aktør på bilateral basis. Den som utkontrakterer bestemmer hvem man vil utkontraktere til, og fastsetter betingelsene i driftsavtalen. T2S derimot, innebærer at mange private

aktører skal utkontraktere til en offentlig instans. Den enkelte verdipapirsentral som skal utkontraktere, kan ikke selv fritt bestemme hvordan driften skal skje. Verdipapirsentralene forhandler med ECB om å komme fram til en standardkontrakt for alle sentralene. For at forhandlingene skal lykkes, kreves det at sentralene blir enige både seg imellom og med ECB.

Det kan hevdes at Eurosystemet får en form for monopolmakt via T2S. Denne makten skal imidlertid ikke brukes til å utnytte markedsaktørene økonomisk. Eurosystemet har forpliktet seg til at T2S skal drives med kostnadsdekning og ikke profittmaksimering. Dessuten skal de som utfører overvåking og kontroll, arbeide adskilt fra og uavhengig av dem som har operative oppgaver.

### 6.2 Store omstillinger

T2S medfører store omstillinger for verdipapirsentralene. Deres inntekter fra verdipapiroppgjør vil bli redusert. Det vil variere mellom dem hvor gunstig tidspunktet for innføring av T2S er: Noen har moderne oppgjørssystemer, mens andre har gamle. Verdipapirsentralene som forhandler om mulig deltakelse i T2S, har valgt dette etter konsultasjon med bankene som deltar i verdipapiroppgjørene. De største bankforeningene i Europa er i hovedsak positive til T2S, fordi man antar at T2S vil forbedre verdipapiroppgjørene, spesielt over landegrensene.<sup>28</sup>

Banker må som nevnt være kunde i en verdipapirsentral for å kunne bruke T2S. Sentralene skal åpne og avslutte verdipapirkonti i T2S og rapportere til myndighetene. Dessuten vil verdipapirsentralene fortsatt utføre tjenester knyttet til det å eie verdipapirkonti og -beholdninger, skattebetalinger og oppgjør av rentebetalinger, utbytte og andre selskaphendelser. Disse tjenestene krever ofte spesiell kunnskap om nasjonale forhold. Det arbeides for å standardisere rutiner for selskaphendelser.<sup>29</sup>

Verdipapirsentraler vil videre fortsatt ha oppgaver for utstederne av verdipapirer. I Norge bestemmer verdipapirregisterloven at norske ihendehaverobligasjoner og aksjer i norske allmennaksjeselskaper skal innføres i et verdipapirregister som har tillatelse fra Finansdepartementet. I dag er det bare VPS som har slik tillatelse. Loven åpner for at også utenlandske verdipapirregistre kan godkjennes, bl.a. forutsatt at de gir norske myndigheter informasjon om skatteforhold og norske aksjonærer.

26 Committee on Payment and Settlement Systems, med Bank for International Settlements (BIS) som sekretariat, se [www.bis.org](http://www.bis.org).

27 International Organization of Securities Commissions, se [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

28 Det gjelder European Banking Federation, som representerer ca. 5000 banker, se [www.ebf-fbe.eu](http://www.ebf-fbe.eu) og European Association of Co-operative Banks som representerer ca. 4200 banker, se [www.europeancoopbanks.coop](http://www.europeancoopbanks.coop).

29 Den rådgivende gruppen i T2S har nedsatt en arbeidsgruppe for dette (Sub-group on Corporate Actions). Denne samarbeider med en arbeidsgruppe (Corporate Actions Joint Working Group) nedsatt av markedsaktører.

Verdipapirsentralene skal konkurrere med hverandre om å være store bankers inngangsport til det europeiske verdipapirmarkedet. For noen verdipapirsentraler kan det derfor bli aktuelt å vurdere om de kan utvide sitt tjenestespekter og bevege seg inn på områder som tradisjonelt har vært forbeholdt andre aktører. Dette kan f.eks. bety at verdipapirsentraler og banker kan konkurrere om å tilby de samme tjenestene. Det kan være kontroversielt i og med at mange verdipapirsentraler i stor grad er eid og styrt av bankene som bruker dem. Noen verdipapirsentraler har også autorisasjon som bank. De fleste (herunder VPS) er imidlertid ikke organisert som banker, og er underlagt nasjonale regler som begrenser hva slags risiko de kan ta, og dermed hva slags virksomhet de kan drive med.

### 6.3 Investoroppgjør

Reglene for T2S tar sikte på at verdipapirsentralene skal kunne konkurrere på like vilkår. Verdipapirsentralene er i dag regulert nasjonalt. I de fleste land er det bare banker som har konti i verdipapirsentralen, mens investorer har verdipapirkonti i interne registre i disse bankene. I Norden og noen andre land<sup>30</sup> har aksjonærer i nasjonale selskaper konti i eget navn i verdipapirsentralen. Verdipapirsentraler som vil delta i T2S, må utkontraktere oppgjør av alle transaksjoner som gjøres opp med levering mot betaling i sentralbankpenger. I og med at investorer ikke har konti i sentralbanker, er det i prinsippet valgfritt for verdipapirsentraler med investorkonti om de vil gjøre opp investortransaksjoner i T2S eller nasjonalt. Valg av modell vil avhenge av nasjonale lovkrav, tilsynsmyndigheters syn, hensiktsmessighet og hva slags priser investortransaksjoner vil få i T2S.

## 7. Uavklarte spørsmål: Priser og styringsform

Ifølge ECB er T2S ett av de mest ambisiøse prosjektene ECB har gitt seg i kast med. T2S er et stort og komplisert prosjekt, og det gjenstår å avklare flere viktige spørsmål. Det gjelder spesielt priser og styringsstruktur i driftsfasen.

### 7.1 Priser

Prisene skal fastsettes med sikte på at Eurosystemet oppnår kostnadsdekning. Det skal være samme pris for innenlands og grensekryssende oppgjør, i og med at de vil utføres vha. helt identiske tekniske operasjoner. ECB kunngjorde i 2009 sine foreløpige anslag for priser. I sin nyhetsrapport sommeren 2009 viser ECB til at studier indikerer at det i snitt koster nær tre euro for å gjennomføre et grensekryssende aksjeoppgjør i Europa. Dette vil etter foreløpige anslag maksimalt koste 15 eurocent i T2S.<sup>31</sup>

I arbeidet med å komme fram til priser i T2S er det tre forhold som må avklares: Kostnadene ved utvikling (fra 2008 til 2014) og drift de syv første årene,<sup>32</sup> tariffstruktur (hvilke tjenester som brukerne skal betale for og hva tjenestene skal koste i forhold til hverandre) og forventet volum (antall oppgjørstransaksjoner). Jo høyere volumet blir, jo lavere kan prisene settes pga. stordriftsfordeler. Det er imidlertid mange uavklarte forhold som kan påvirke volumet:

- Det fortsatt uklart om Bank of England vil delta. Hvorvidt britiske pund blir inkludert i T2S eller ikke, vil ha stor betydning for volumet.
- Det er ikke avklart om andeler i verdipapirfond kan gjøres opp i T2S. De offisielle T2S-dokumentene gir ingen spesiell informasjon om slikt oppgjør. ECB drøfter nå dette med markedsaktørene.
- Det er usikkert i hvilken grad transaksjoner for investorer vil bli gjort opp i T2S, se punkt 6.3.
- Volumene i T2S kan også påvirkes av endringer i handelen og økt bruk av sentrale motparter som motregner transaksjoner før de sendes til oppgjør.

Hvis ECB setter volumanslagene for optimistisk, kan det medføre at kostnadene ikke blir dekket inn så raskt som planlagt. ECB bærer budsjetttrisikoen for dette.

### 7.2 Styringsform i driftsfasen

Både sentralbanker utenfor eurosonen, verdipapirsentraler og banker har ytret innvendinger mot dagens styringsstruktur, der ECBs hovedstyre er øverste beslutningsmyndighet. De nevnte gruppene har etterspurt en sty-

30 Hellas, Kypros, Malta, Estland, Slovenia og Slovakia.

31 I tillegg må man betale noe for å forberede oppgjør. Etter at handel er inngått, skal kjøper og selger bekrefte at handelen skal sendes til oppgjør på avtalt dag. Dette kalles «matching» og kan skje enten i den nasjonale verdipapirsentralen eller i T2S.

32 Kostnadene for utvikling og drift skal etter planen være dekket inn innen de syv første driftsårene.

ringsstruktur i driftsfasen der de blir bedre tilgodesett. Dette ble drøftet i den rådgivende gruppen for T2S i mars 2010. Diskusjonen var basert på en rapport fra en bredt sammensatt arbeidsgruppe.<sup>33</sup> Rapporten drøfter om styringen av T2S kan og bør flyttes fra ECBs hovedstyre til en egen juridisk enhet når T2S settes i drift. Rapporten skisserer bl.a. en modell der ECBs hovedstyre har ansvar for driften («infrastrukturen»), mens strategiske spørsmål mv. avgjøres i en egen juridisk enhet, der styret består av representanter både fra Eurosystemet, sentralbanker utenfor eurosonen, verdipapirsentraler og banker. Arbeidsgruppen kom ikke til enighet og kunne dermed ikke gi en omforent anbefaling i sin rapport.

I den rådgivende gruppen er det enighet om at alle interessenter i T2S (eurosentralbanker, sentralbanker utenfor eurosonen, verdipapirsentraler og banker) skal involveres i T2S på en god og åpen måte. Idéen om en egen juridisk enhet fikk imidlertid begrenset støtte. ECBs hovedstyre ba i april 2010 programstyret for T2S om å arbeide videre med å komme fram til en ny styringsmodell som ikke innebærer en egen juridisk enhet. ECB fremholder i sin nyhetsrapport i april 2010 at de fleste sentralbanker utenfor eurosonen synes å foretrekke en egen juridisk enhet som et virkemiddel for å sikre kontroll med oppgjør av deres nasjonale valutaer i T2S. Programstyret mener at denne kontrollen kan sikres like godt på andre måter. ECB fremholder at programstyret vil arbeide for å komme fram til en styringsstruktur som kan imøtekomme interessentene på en adekvat måte. Hvorvidt dette lykkes, kan bli avgjørende for hvor stor oppslutning T2S vil få.

## Referanser

Artikkelen gjør bruk av informasjon som ECB har publisert på sin hjemmeside [www.ecb.int](http://www.ecb.int) fram til og med 10. mai 2010. Her finner man bl.a. prosjektdokumenter, møtereferater, brev og uttalelser (jf. kommentar i note 2). Nedenfor nevnes noen av de sentrale dokumentene.

### **Brosjyrer mv.:**

*T2S – settling without borders*. November 2009

*T2S OnLine Quarterly Review*. No 1 (Summer 2009), No 2 (Autumn 2009), No 3 (Winter 2010), No 4 (Spring 2010)

### **Avtaler:**

*T2S Memorandum of Understanding*. 16 July 2009

*Guideline of the ECB of 21 April 2010 on T2S* (ECB/2010/2)

### **Prosjektdokumenter:**

*T2S User Requirement Document version 5.0*. 18 February 2010

*T2S Functional Design, General Functional Specifications*. 30 October 2009

*Eligibility criteria for central securities depositories in T2S*. 14 January 2010

*The nature of outsourcing in T2S*. October 2009

*Report of the task force to explore a separate legal entity to the T2S Advisory Group*. 3 March 2010

### **Anbefalinger:**

*Recommendations for securities settlement systems and recommendations for Central Counterparties in the European Union*. The European System of Central Banks (ESCB) & the Committee of European Securities Regulators (CESR). May 2009

<sup>33</sup> Rapporten er publisert på [www.ecb.int](http://www.ecb.int). Arbeidsgruppen bestod av representanter fra verdipapirsentraler, banker, ECB, eurosentralbanker og Bank of England, Sveriges riksbank og Norges Bank.