

RMO Tanhuanpää Annina(VM)

20.10.2011
JULKINEN

Suuri valiokunta

Viite

Asia

Target 2 Securities –selvitysjärjestelmähanke

U/E-tunnus:

EUTORI-numero: EU/2011/0462

Ohessa lähetetään perustuslain 97§:n mukaisesti selvitys Target 2 Securities –selvitysjärjestelmähankkeesta.

Osastopäällikkö Pentti Pikkarainen
Ylijohtaja

Erityisasiantuntija Annina Tanhuanpää

LIITTEET Perusmuistio Target 2 Securities -selvitysjärjestelmähanke;
T2S Settling without borders (Euroopan keskuspankin julkaisu)

Asiasanat	arvopaperit
Hoitaa	VM
Tiedoksi	EUE, OM, TEM, VNEUS

RMO Tanhuanpää Annina(VM)

20.10.2011
JULKINEN

Asia

Target 2 Securities –selvitysjärjestelmähanke

Kokous

Liitteet

Viite

EUTORI/Eurodoc nro:

EU/2011/0462

U-tunnus / E-tunnus:

-

Käsittelyn tarkoitus ja käsittelyvaihe:

Eduskunnan informoiminen eurojärjestelmän Target 2 Securities –
selvitysjärjestelmähankkeesta

Asiakirjat:

T2S Settling without borders (Euroopan keskuspankin julkaisu)

EU:n oikeuden mukainen oikeusperusta/päätöksentekomenettely:

-

Käsittelijä:

Valtiovarainministeriö, erityisasiantuntija Annina Tanhuanpää, 1603 3270

Suomen kanta/ohje:

Valtioneuvosto pitää Target 2 Securities-selvitysjärjestelmää (T2S) merkittävänä uudistuksena EU:n yhteisillä arvopaperimarkkinoilla. Liittyminen T2S:ään on lähtökohtaisesti arvopaperikeskuksen oma itsenäinen päätös. On erittäin tärkeää, että Suomessa toimivalla arvopaperikeskuksella ja sen suomalaisilla markkinaosapuolilla on käytössään tehokas ja kilpailukykyinen arvopaperikaupan selvitysjärjestelmä. Valtioneuvosto korostaa, että T2S-järjestelyn oikeudelliseen selvytyteen ja osapuolten vastuiden yksiselitteisyyteen on kiinnitettävä hankkeeseen sitouduttaessa tarkkaa huomiota.

Koska T2S:ssä on kyse arvopaperikeskuksen harjoittaman selvitystoiminnan laajamittaisesta ulkoistamisesta, edellyttää liittyminen Suomen viranomaisilta sen huolellista selvittämistä, voidaanko järjestelyä pitää puhtaasti teknisenä ulkoistuksena vai edellyttääkö liittyminen arvopaperikeskukselta valtioneuvoston lupaa. Lisäksi valtiovarainministeriössä selvitetään parhaillaan, voidaanko ulkoistamispäätös tehdä arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain (826/1991) arvopaperikeskuksen toiminnan ulkoistamista koskevan 13 §:n nojalla vai edellyttävätkö ulkoistamista koskeva lupa lainmuutosta arvopaperimarkkinalain (495/1989) 4 a lukuun.

Pääasiallinen sisältö:

Yleistä

T2S on vielä rakenteilla oleva euroalueen keskuspankkien keskuspankkirahassa toimiva arvopaperien selvityspalvelu. T2S on tekninen alusta, johon arvopaperikeskukset ulkoistavat omat selvitystoimintonsa, ja jossa selvitys tapahtuu kunkin T2S:ään liittyneen arvopaperikeskuksen kotivaltion lainsäädännön mukaan. T2S ja kunkin arvopaperikeskuksen järjestelmät muodostavat yhdessä järjestelmäkokonaisuuden. Tavoitteena on, että sitä käytettäisiin selvitystoiminnassa euroalueen maiden lisäksi myös muissa EU-maissa (esimerkiksi Ruotsissa) sekä Norjassa, Islannissa ja mahdollisesti Sveitsissä. Tämänhetkisen käsityksen mukaan Iso-Britannia ei ole liittymässä T2S:ään ainakaan ensivaiheessa.

Alun perin T2S:n oli tarkoitus aloittaa toimintansa vuonna 2013, mutta käyttöönoton aikataulua on jo kertaalleen lykätty syyskuuhun 2014. Uusimpien tietojen mukaan T2S:n käyttöönottoa ollaan lykkäämässä edelleen todennäköisesti vuoteen 2015 saakka.

Tällä hetkellä arvopaperikauppojen rajat ylittävä selvitystoiminta on huomattavasti kalliimpaa kuin kotimainen selvitys. T2S:n tavoitteena on toimintojen teknisellä keskittämällä ja harmonisoinnilla saavutettavien tehokkuusetujen avulla alentaa arvopaperikeskusten selvityskustannuksia. T2S tulee edistämään erityisesti rajat ylittävän selvityksen tehokkuutta, mutta tavoitteena on lisäksi kotimaisen selvityksen tehostaminen. Arvopaperikeskusten oletetaan siirtävän osan T2S:n niille tuottamista kustannushyödyistä osapuolilleen (eli lähinnä pankeille) hinnoittelualennuksina, jotta nämä edelleen siirtäisivät hyötyä omille asiakkailleen. Siten T2S:n hyötyjen tulisi jakaantua loppusijoittajalle saakka. T2S:n oletetaan myös lisäävän kilpailua markkinoilla.

T2S-hanke on merkittävä rakenteellinen uudistus kohti selvitysjärjestelmäinfrastruktuurin yhtenäistämistä ja kansallisista erillisratkaisuksista luopumista. Komissio tukee tätä hanketta osana niin kutsuttujen Giovannini-esteiden poistamista yhteisiltä arvopaperimarkkinoilta.

Suomen näkökulmasta T2S-hanke merkitsee Suomessa toimivan arvopaperikeskuksen, Euroclear Finland Oy:n, liittämistä yhteiseurooppalaiseen järjestelmään ja arvopaperikeskuksen selvitystoiminnan osittais- tai kokonaisulkoistamista T2S:ään. Hankkeen myötä Suomessa toimivat selvitysosapuolet saavat kansainväliset liittymät T2S-selvityksen jatkuvaan seurantaan.

Merkittävimmät T2S –hankkeen linjaukset (hallintomalli, hinnoittelu ja vastuut) määritellään eurojärjestelmän ja arvopaperikeskusten sekä selvityksensä T2S:ään ulkoistavien ei- euromaiden keskuspankkien välillä solmittavissa sopimuksissa. Euroopan keskuspankin neuvoston on tarkoitus hyväksyä nämä linjaukset vuoden 2011

loppupuolella. Jäljempänä esitettävät T2S:n kuvaukset perustuvat näiden sopimusten luonnoksiin.

Edellä mainittujen keskeisten T2S-linjausten ollessa vielä tällä hetkellä kesken, markkinaosapuolilla ei ole vielä ollut mahdollisuutta muodostaa T2S:ään liittymiseen liittyvää täydellistä kustannusarviota ja kokonaiskäsitystä hankkeen tavoitteiden toteutumisesta. Hankkeen lopullinen hinnoittelu tulee niin ikään riippumaan T2S:ään liittyvien arvopaperikeskusten lukumäärästä.

Suomen Pankki tukee T2S-järjestelmän käyttöönottoa ja on mukana sen valmistelussa usealla tasolla. Suomen Pankilla on edustajia muun muassa T2S-neuvonantajaryhmässä ja eurojärjestelmän sisäisissä ryhmissä.

T2S:n hallinto ja päätöksenteko

Eurojärjestelmä osallistuu T2S:n päätöksentekoon sekä Euroopan unionin toiminnasta annetun sopimuksen nojalla (artikla 127) että T2S:n omistajana ja käyttäjänä. Päävastuu arvopaperien selvitystoiminnan järjestämisestä säilyy edelleen arvopaperikeskuksilla, mutta eurojärjestelmän ei tarvitse toimeenpanna niitä arvopaperikeskuksen T2S:ään toivomia muutoksia, jotka ovat ristiriidassa keskuspankkien lakisääteisten tehtävien tai T2S:n moitteettoman toiminnan kanssa. T2S:n rahatilat säilyvät eurojärjestelmän yksinomaisessa toimivallassa. Euroopan keskuspankin neuvoston (Governing Council), alaisuuteen on perustettu useita erilaisia ryhmiä, jotka hoitavat T2S:ään liittyvät päivittäisen päätöksenteon ja hallinnon. Näissä ryhmissä on soveltuvin osin edustus keskuspankeista, arvopaperikeskuksista ja arvopaperikeskuspalvelujen käyttäjistä.

Yhteisen rahapolitiikan turvaamiseksi eurojärjestelmällä on täysi, yksinomainen kontrolli T2S:n käteistileihin. Lisäksi eurojärjestelmä valvoo järjestelmän toimivuutta ja taloudellista vakautta.

T2S:ään liittyvät arvopaperikeskukset saavat tietynasteiset kontrollointi- ja osallistumisoikeudet T2S:n päätöksentekoelimiissä sekä päätöksentekoprosesseissa.

Päätöksentekoelimiä T2S:ssä ovat Euroopan keskuspankin neuvosto, T2S:n johtokunta (Board), arvopaperikeskusten valvontaryhmä (CSD Steering Group), muiden kuin euromaiden arvopaperikeskusten valvontaryhmä (Non-euro Currencies Steering Group), johtokuntaryhmä (Governors' Forum), neuvonantajaryhmä (Advisory Group) sekä kansalliset käyttäjäryhmät (National User Groups). Kansalliset käyttäjäryhmät muodostuvat arvopaperikeskuksen, pankkien, valvojien ja muiden viranomaisten, esimerkiksi valtiovarainministeriön, edustajista. Jokainen päätöksentekoelin laatii omat sääntönsä siinä vaiheessa, kun se on perustettu.

Ylintä päätösvaltaa käyttää Euroopan keskuspankin neuvosto, jonka alaisuudessa T2S:n johtokunta toimii. T2S:n johtokunta käyttää kuitenkin ylintä päätösvaltaa niissä asioissa, jotka Euroopan keskuspankin neuvosto on sille nimenomaisesti delegoinut. Neuvonantajaryhmä raportoi T2S:n johtokunnalle, kun taas kansalliset käyttäjäryhmät toimivat neuvonantajaryhmän alaisuudessa.

Liittyminen

T2S:ään liittymisestä päättää kukin arvopaperikeskus itsenäisesti ja arvopaperikeskukset liittyvät järjestelmään todennäköisesti vaiheittain. Tämän hetkisten tietojen mukaan arvopaperikeskusten tulee sitovasti ilmoittaa halukkuutensa liittyä T2S:n käyttäjiksi viimeistään huhtikuussa 2012. Tällöin arvopaperikeskukset allekirjoittavat Euroopan keskuspankin kanssa puitesopimuksen, jossa sovitaan

osapuolten oikeuksista ja velvollisuuksista suhteessa keskuspankkiin, toisiinsa sekä soveltuvien osin muihin markkinaosapuoliin (asiakkaat).

Suomen markkinoiden kanta T2S:ään liittymisestä muodostettiin kansallisen käyttäjäryhmän FIN-NUG:n (National User Group) sekä Suomessa toimivan arvopaperikeskus Euroclear Finland Oy:n markkinaneuvonantajien komitea MAC:n (Market Advisory Committee) 22.9.2011 pidetyssä yhteiskokouksessa. Kansallinen käyttäjäryhmä ja markkinaneuvonantajien komitea päätyivät yksimielisesti suositamaan arvopaperikeskus Euroclear Finland Oy:lle liittymistä T2S:ään. On oletettavaa, että tehdessään liittymispäätöksensä Euroclear Finland Oy noudattaa kansallisen käyttäjäryhmän ja markkinaneuvonantajien komitean liittymissuositusta.

Valittava liittymismalli oikeusvaikutuksineen

Suomen markkinoiden kantaa liittymismallista luodaan parhaillaan jäljempänä kuvattujen reunaehtojen puitteissa. Euroclear Finland Oy on pyytänyt markkinoita antamaan näkemyksensä liittymismallista vuoden 2012 ensimmäisellä neljänneksellä, ennen puitesopimuksen allekirjoittamista.

1) Valittava tilirakenne

Suomessa on tällä hetkellä käytössä suoran omistuksen malli, jossa arvo-osuustilejä on pidettävä arvopaperikeskuksessa (suora, keskitetty malli) eikä pankeissa, kuten muissa maissa (moniportainen, välillinen säilyttäminen).

Arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 2 §:n mukaan arvo-osuustilille on merkittävä tieto tilinhaltijasta sekä muista tilille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvien oikeuksien haltijoista, tilille kirjattujen arvo-osuuksien lajista ja lukumäärästä sekä tiliin ja sille kirjattuihin arvo-osuuksiin kohdistuvista oikeuksista ja rajoituksista.

Mainitun lain 5 a §:n mukaan ulkomaalaisen tai ulkomaisen yhteisön tai säätiön omistamat arvo-osuudet saadaan kirjata erityiselle arvo-osuustilille (*omaisuudenhoitotili*), jota tilinhaltija timentänsä nojalla hallitsee toisen lukuun. Tililtä on tällöin käytävä ilmi omistajan sijasta tiedot tilinhaltijasta ja että kysymyksessä on omaisuudenhoitotili.

Edelleen lain 16 §:n mukaan arvopaperikeskuksen, keskuspankin, tilinhoitajayhteisön, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen tai niiden asiakkaiden arvo-osuudet voidaan kirjata arvopaperikeskuksen säännöissä tarkemmin määrättyllä tavalla erityiselle arvo-osuustilille (*kaupintatili*) arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa tarkoitetun selvitysyhteisön toiminnan järjestämiseksi.

Lainsäädäntömme johdosta Suomessa toimivan arvopaperikeskuksen vaihtoehtoina on joko:

a) viedä kaikki arvo-osuustilit suoraan T2S:ään; tai

b) viedä T2S:ään kaupintatilit, joiden kautta arvo-osuustilien selvitystapahtumat toteutettaisiin T2S:ssä.

Suomen vaihtoehtona ei siis ole muiden maiden tapaan viedä kaikkia kotimaisia arvopaperiomistuksia omaisuudenhoitotilien kautta T2S:ään, sillä lainsäädäntömme ei salli sitä. Kaupintatilin ja omaisuudenhoitotilin keskeinen ero on siinä, että

omaisuudenhoitotilillä voitaisiin tehdä lopulliset kirjaukset arvopaperien luovutuksista, kun taas väliaikaista kaupintatiliä käytettäessä kirjaukset joudutaan tekemään kaupintatilin lisäksi myös yksittäisillä omistajakohtaisilla arvo-osuustileillä arvopaperikeskuksessa. Kaupintatiliä käytettäessä suomalaisten suorat tilit jäisivät arvopaperikeskuksen järjestelmiin ja Suomen lainsäädännön mukaisia kirjauksia tileille tehtäisiin siten sekä T2S:ssä että arvopaperikeskuksessa. T2S:ssä kaupintatilitasolla tehtävät kirjaukset sekä arvopaperikeskuksessa arvo-osuustileille tehtävät kirjaukset muodostaisivat siten Suomen arvo-osuuslainsäädännön kannalta oikeudellisesti yhden kokonaisuuden.

Valittavan tilirakenteen tulee olla nykyllä lainsäädännön mukainen eli T2S:ään voidaan viedä ainoastaan arvo-osuustileistä annetun lain mukaisia tilejä. Jos T2S:ssä on muita tilejä kuin Suomen lainsäädännön mukaisia arvo-osuustilejä (esimerkiksi teknisiä laskureita, jotka osoittavat suorilla arvo-osuustileillä olevien omistusten kokonaismääriä), niille tehtäviin merkintöihin ei liity laissa tilikirjauksille säädettyjä oikeusvaikutuksia.

T2S-hankkeella ei ole suoraa liityntää arvopaperien moniportaisen hallinnan laajentamiseen tai arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen toiseen vaiheeseen. Päätökset valittavasta tilirakenteesta tehdään siten nykyisin voimassa olevan lain säännösten perusteella.

2) Kirjaukset arvo-osuusjärjestelmään

Kaupintatilit T2S:ään vievässä mallissa arvopaperien omistuksia, oikeuksia ja rajoituksia ilmaisevia kirjauksia tileille tehtäisiin sekä T2S:ssä että arvopaperikeskuksessa. Jotta kirjaus saisi arvo-osuustileistä annetun lain mukaiset oikeusvaikutukset, tulee kirjaukset tehdä arvo-osuusjärjestelmään. Sikäli kuin tämä tapahtuu T2S:ssä ja kirjaukset peilataan tavalla tai toisella arvopaperikeskuksen järjestelmään, on kiinnitettävä erityistä huomiota järjestelmien keskinäiseen suhteeseen. Esimerkiksi, jos kahden eri järjestelmän kirjauksia ei synkronoida reaaliaikaisesti ja asianosainen luottaa pelkästään arvopaperikeskuksen järjestelmästä saatuaan tietoon, voi aikaviiveestä muun muassa insolvenssitilanteissa seurata oikeudenmenetyksiä. Tällaiset kysymykset on ratkaistava tavalla tai toisella siten, että riski oikeudenmenetyksistä ei kasva nykyisestä.

T2S:n käyttäminen ei vaikuta selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä annetun direktiivin (98/26/EY) ja sen muutosdirektiivin 2009/44/EY mukaiseen selvityksen lopullisuuteen. Selvitysmääräystä suojattaisiin jatkossakin edellä mainittujen direktiivien ja niin sanotun nettoutuslain (1084/1999) mukaisesti sen jälkeen, kun se on tullut selvitysjärjestelmään arvopaperikeskuksen säännöissä määrättyllä tavalla. Näin ollen arvopaperikauppa, joka on jo annettu selvitettäväksi, saa suojaa osapuolen insolvenssissa. Muuten selvityksen lopullisuus määräytyy arvo-osuustileistä annetun lain mukaisesti, jolloin yleensä ratkaisevaa on kirjaus arvo-osuustilille. Siten tältäkin kannalta on varmistuttava siitä, arvo-osuustileistä annetun lain mukainen tili on selkeästi määritelty, eikä osapuolten kesken synny epäselvyyttä siitä, kummassa järjestelmässä oikeudellisesti merkityksellinen tili on.

Haasteet

T2S on EU:n yhteismarkkinan näkökulmasta kannatettava hanke, sillä sen tavoitteena on poistaa kansallisten ja rajat ylittävien arvopaperikauppojen selvityksen erot kustannuksissa, riskeissä ja teknisessä prosessoinnissa.

Suomen markkinoille suurimmat haasteet muodostuvat T2S:n hinnoittelusta sekä jossain määrin voimassa olevasta lainsäädännöstämme. Suorien tilien vieminen T2S:ään on oikeudellisesti selkeämpi ratkaisu, vaikkakin se voi olla lyhyellä tähtäimellä kalliimpi ratkaisu. Arvopaperikeskuksella saattaa kuitenkin suorien tilien mallissa olla paremmat mahdollisuudet tehostaa toimintaansa.

Kaupintatilien käyttö saattaisi olla lyhyellä aikavälillä halvempi ratkaisu, mutta kaupintatilien käyttöön perustuva malli vaikuttaisi aiheuttavan haasteita:

- 1) *tehokkuudelle*, kun arvopaperikeskus ei pystyisi merkittävästi tehostamaan toimintaansa;
- 2) *lopullisille tileille tehtävien kirjausten oikea-aikaisuudelle*, kun kirjauksia tehtäisiin kahdessa järjestelmässä; sekä
- 3) *kilpailulle*, jos Suomelle luotaisiin ainutlaatuinen tilimalli, jolloin ulkomaisten toimijoiden on vaikeampi hakeutua Suomen markkinalle ja jolloin sijoittajien kiinnostus Suomessa liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin saattaisi heikentyä.

Suomi on kyseenalaistanut sen, täyttääkö T2S:n ehdotettu hinnoittelu talous- ja rahoitusasiain neuvostossa (ECOFIN) vuonna 2007 tehdyt päätöslauselmat, joiden mukaan erilaisia säilytysjärjestelmiä tulee hinnoittelussa kohdella yhdenvertaisesti. T2S:n neuvonantajaryhmän kokouksessa on T2S:n yleisperiaatteisiin sisällytetty neutraliteetti arvopaperien suoran ja moniportaisen säilytysrakenteen välillä. Lopullisen päätöksen hinnoittelusta tekee Euroopan keskuspankin neuvosto loppuvuodesta 2011.

Arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön toiminnan ulkoistaminen

Liittymällä T2S:ään arvopaperikeskus ja selvitysyhteisö ulkoistavat selvitystoimintaansa.

Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 13 §:n 3 momentin mukaan arvopaperikeskus voi valtioneuvoston luvalla siirtää kyseisessä laissa tarkoitettujen tehtävien hoitamista muulle yhteisölle. Selvitysyhteisötoimintaa koskevassa arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa ei ole vastaavaa, toiminnan ulkoistamista koskevaa säännöstä.

Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain ulkoistamista koskevan 13 §:n yksityiskohtaisten perustelujen (HE 28/2000 vp) mukaan valtioneuvosto voi toimilupaviranomaisena antaa luvan arvopaperikeskuksen toimintojen ulkoistamiseen. Kyseeseen voi kuitenkin tulla vain tehtävien hoitamista koskeva lupa. Lupaa ei siten voida myöntää tehtävien hoitamisen siirtämiseen sinänsä eli kaikkien tehtävien ulkoistamiseen. Koska myös siirrettävät tehtävät ovat osa toimiluvanmukaista toimintaa, säilyy vastuu tehtävistä arvopaperikeskuksella tehtävien siirtämisestä huolimatta. Toimintojen ulkoistamisella ei kuitenkaan tässä tarkoiteta toimintojen suorittamiseksi mahdollisesti tarvittavia ulkoisia tukitoimintoja. Tällainen voi esimerkiksi olla tietojenkäsittelyjärjestelmän tekninen ylläpito.

Jos kyseessä on jokin muu kuin tekninen toiminta, tulee ulkoistamista koskeva arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 13 § sovellettavaksi. Koska selvitystoimintaa koskevassa arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa ei ole ulkoistamista koskevia säännöksiä, tulee arvioida, ovatko Suomessa toimivan Euroclear Finland Oy:n tapauksessa arvopaperikeskustoiminta ja selvitystoiminta erotettavissa lainkaan

toisistaan. Mikäli vastaus on kielteinen, sovelletaan yksinään arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain ulkoistamista koskevaa 13 §:ää.

Mikäli arvopaperikeskus- ja selvitystoiminta ovat kuitenkin Euroclear Finland Oy:n tapauksessa erotettavissa toisistaan, tulee erikseen arvioida, pitääkö arvopaperimarkkinalain 4 a lukuun lisätä ulkoistamista koskeva säännös, jotta selvitysyhteisötoiminnan ulkoistaminen T2S:ään olisi Suomen lainsäädännön mukaan ylipäättään mahdollista.

Valtioneuvoston alustavan käsityksen mukaan on selvää, ettei kyseessä ole vähämerkityksinen tekninen ulkoistus, vaan ulkoistus, jolla on huomattavia vaikutuksia koko Suomen arvopaperimarkkinoille. Päätöksellä liittyä T2S:ään arvopaperikeskus niin ikään ulkoistaa päätösvaltaansa Euroopan keskuspankille sekä kaikista T2S:ään liittyvistä arvopaperikeskuksista koostuvalle ryhmälle.

Arvopaperien liikkeeseenlaskijan oikeus valita arvopaperikeskus

Komissio on käynnistänyt vuonna 2010 hankkeen arvopaperikeskusten toiminnan sääntelemiseksi ja eri EU-jäsenvaltioiden arvopaperikeskuksia koskevan lainsäädännön harmonisoimiseksi. Komission tarkoituksena on antaa säädösehdotuksensa vuoden 2011 viimeisellä neljänneksellä.

Valtioneuvoston alustavan käsityksen mukaan lainsäädäntöehdotus tulee sisältämään säännökset liikkeeseenlaskijan oikeudesta valita arvopaperikeskus. Valintaoikeuden keskeisenä sisältönä on, että arvopapereiden liikkeeseenlaskija voisi jatkossa valita arvopaperikeskuksen mistä tahansa EU-jäsenvaltiosta ilman, että tätä oikeutta voitaisiin kansallisella lainsäädännöllä rajoittaa. Arvopaperien liikkeeseenlaskuun sovellettaisiin kuitenkin liikkeeseenlaskijaan sovellettavan kansallisen yhtiöoikeuden säännöksiä.

Valintaoikeuden vastapainona arvopaperikeskuksilla tulee olla tekniset valmiudet vastaanottaa säilytykseen toisissa arvopaperikeskuksissa aikanaan liikkeeseen laskettuja arvopapereita, mutta arvopaperikeskusten välillä on haasteellista luoda pakottavaa järjestelmää.

Valintaoikeudella on arvopaperikeskusten välistä kilpailua vahvistavia vaikutuksia, joten Suomen markkinoiden päätös liittyä T2S:ään vaikuttanee merkittävästi Suomessa toimivan arvopaperikeskuksen kilpailumahdollisuuksiin liikkeeseenlaskijan valintaoikeuden toteuduttua.

Ilman lainsäädäntöehdotusta on kuitenkin mahdotonta ennakoida kaikkia vaikutuksia Suomen lainsäädäntöön, mukaan lukien liikkeeseenlaskijoihin sovellettava yhtiö- ja vero-oikeudellinen lainsäädäntö.

Kansallinen käsittely:

EU-asiain komitean alainen jaosto 10 (rahoituspalvelut ja pääomanliikkeet)

Eduskuntakäsittely:

-

Käsittely Euroopan parlamentissa:

-

Kansallinen lainsäädäntö, ml. Ahvenanmaan asema:

Arvopaperimarkkinalaki, laki arvo-osuusjärjestelmästä sekä laki arvo-osuustileistä

Taloudelliset vaikutukset:

T2S:ään liittymisellä on huomattavia taloudellisia vaikutuksia Suomen arvopaperimarkkinoille. Merkittävimmät vaikutukset koskevat arvopaperikauppojen selvityskuluja, jotka muodostuvat arvopaperikeskuksen sekä pankkien kuluista.

Muut mahdolliset asiaan vaikuttavat tekijät:

Suomessa toimivalla arvopaperikeskus Euroclear Finland Oy:llä säilyy T2S:ään liittymispäätöksestä huolimatta arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain mukainen velvollisuus hoitaa arvopaperikeskuksen tehtäviä Suomessa.

Lain 13 §:n mukaan arvopaperikeskuksen on ylläpidettävä arvo-osuusjärjestelmän toiminnan edellyttämiä keskustietojärjestelmiä, huolehdittava arvo-osuusrekisteristä ja pidettävä oikeudenhaltija- ja arvo-osuuslajiluetteloita, tarjottava näiden luetteloiden tietojen hyväksikäyttöön ja käsittelyyn sekä arvo-osuusjärjestelmän ylläpitämiseen liittyviä palveluja, ylläpidettävä julkista sisäpiirirekisteriä, valvottava, että arvo-osuustileille kirjattujen arvo-osuuksien määrä vastaa liikkeessä olevaa määrää sekä huolehdittava muista arvo-osuusjärjestelmän ja arvo-osuusrekisterin luotettavan toiminnan ja kehittämisen edellyttämistä toimenpiteistä ja antaa tarvittaessa näihin liittyviä ohjeita.

Lisäksi, riippumatta T2S:n puitesopimuksessa sovittavasta vahingonkorvausvelvollisuudesta ja sen mahdollisista rajoituksista, säilyy arvopaperikeskuksella Suomen lain mukainen vahingonkorvausvelvollisuus aiheuttamistaan vahingoista.

T2S:n puitesopimuksen sopimusneuvottelut ovat kuitenkin edelleen kesken, eikä lopullisia kansallisten arvopaperikeskusten oikeuksia ja velvollisuuksia koskevia sopimuksen ehtokohtia ole vielä saatavilla.

Eduskunnassa on parhaillaan vireillä hallituksen esitys eduskunnalle valmiuslaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 3/2008). Valmiuslain muutoksella esitetään arvo-osuusjärjestelmästä annettua lakia muutettavaksi siten, että lakiin lisättäisiin vaatimus arvo-osuusrekisterissä olevien tietojen säilyttämisestä mahdollisimman häiriöttömästi myös poikkeusoloissa Suomessa olevin riittävin tietojärjestelmin. Arvopaperikeskuksen kilpailukyvyn kannalta on siten keskeistä arvioida lakimuutoksen vaikutuksia arvopaperikeskustoiminnan kustannuksiin. Vaikka osa arvo-osuusrekisterissä olevien tietojen säilyttämisestä aiheutuneista kustannuksista voitaisiinkin kattaa huoltovarmuusrahastosta, aiheutunee arvopaperikeskukselle lakimuutoksesta erilaisia ylläpito- ja järjestelmän kehittämiskustannuksia.

Asiasanat Hoitaa	arvopaperit VM
Tiedoksi	EUE, OM, TEM, VNEUS



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM



SETTLING
WITHOUT
BORDERS



Photo: www.istockphoto.com



SETTLING
WITHOUT
BORDERS



CONTENTS

© European Central Bank, November 2009

Address
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Postal address
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telephone
+49 69 1344 0

Website
<http://www.ecb.europa.eu>

Fax
+49 69 1344 6000

Design
S. Wulffert

Printed by
Imprimerie Centrale s.a., Luxembourg

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

ISBN 978-92-899-0603-6 (print)
ISBN 978-92-899-0605-0 (online)

INTRODUCTION	6
EUROPE’S CURRENT POST-TRADING LANDSCAPE	8
WHAT IS T2S, AND HOW WILL IT WORK?	14
WHAT ARE THE BENEFITS FOR EUROPE?	22
FURTHER INFORMATION ON T2S	26



Photo: www.iStockphoto.com

INTRODUCTION

TARGET2-Securities (T2S) is one of the most ambitious projects that the Eurosystem has embarked upon, potentially leading to a transformational change in Europe's financial markets. T2S will provide harmonised delivery-versus-payment (DvP) settlement in central bank money in a variety of currencies for almost all heavily traded securities circulating in Europe. It will therefore be a major step forward in creating a single market in securities, removing many of the Giovannini barriers to cross-border clearing and settlement, as well as acting as a catalyst for further harmonisation in post-trading services. T2S will make cross-border settlement identical – in terms of cost, risk and technical processing – to domestic settlement. Owned by the Eurosystem, operated on a cost-recovery basis and designed for the benefit of the users, T2S aims to be a state-of-the-art securities settlement platform. Furthermore, by leveraging the potentially substantial economies of scale, T2S will eventually become one of the most cost-efficient securities settlement services in the world.

One of the main factors which will determine the success of T2S is achieving "critical mass". Since it is largely a fixed-cost business, the higher the number of settlement transactions, the lower the price for all users. By October 2009, 28 central securities depositories (CSDs) located in 26 European countries had signed a memorandum of understanding with the Eurosystem. This includes not only all the CSDs in the euro area but also

seven CSDs in EU countries outside the euro area – Denmark, Estonia, Latvia, Lithuania, Romania, Sweden and the United Kingdom – and three CSDs in countries outside the EU – Iceland, Norway and Switzerland. Furthermore, several central banks from outside the euro area have signalled their interest in allowing their national currency to be settled in T2S as well. T2S is therefore well on track to achieving a very high transaction volume. It shows the strong support for T2S among market participants in a large number of countries across the EU and even outside it.

This brochure aims to provide readers with a broad overview of T2S. First, it highlights the drawbacks in Europe's current post-trading environment, which is still highly fragmented along national lines despite the introduction of the euro over ten years ago. Second, it explains what T2S is, with a focus on some of its core features, in particular, the horizontal integration of the securities settlement stage of the post-trading value chain across the whole of Europe and the generalisation to a new higher level of the "integrated model" of securities settlement, in which securities and cash accounts are maintained on the same IT platform. Third, the brochure describes how Europe will benefit from T2S not only in terms of the significantly reduced costs of settlement, but also by fostering greater competition in the post-trading industry and reducing the cost of capital for firms, thereby stimulating more economic growth.



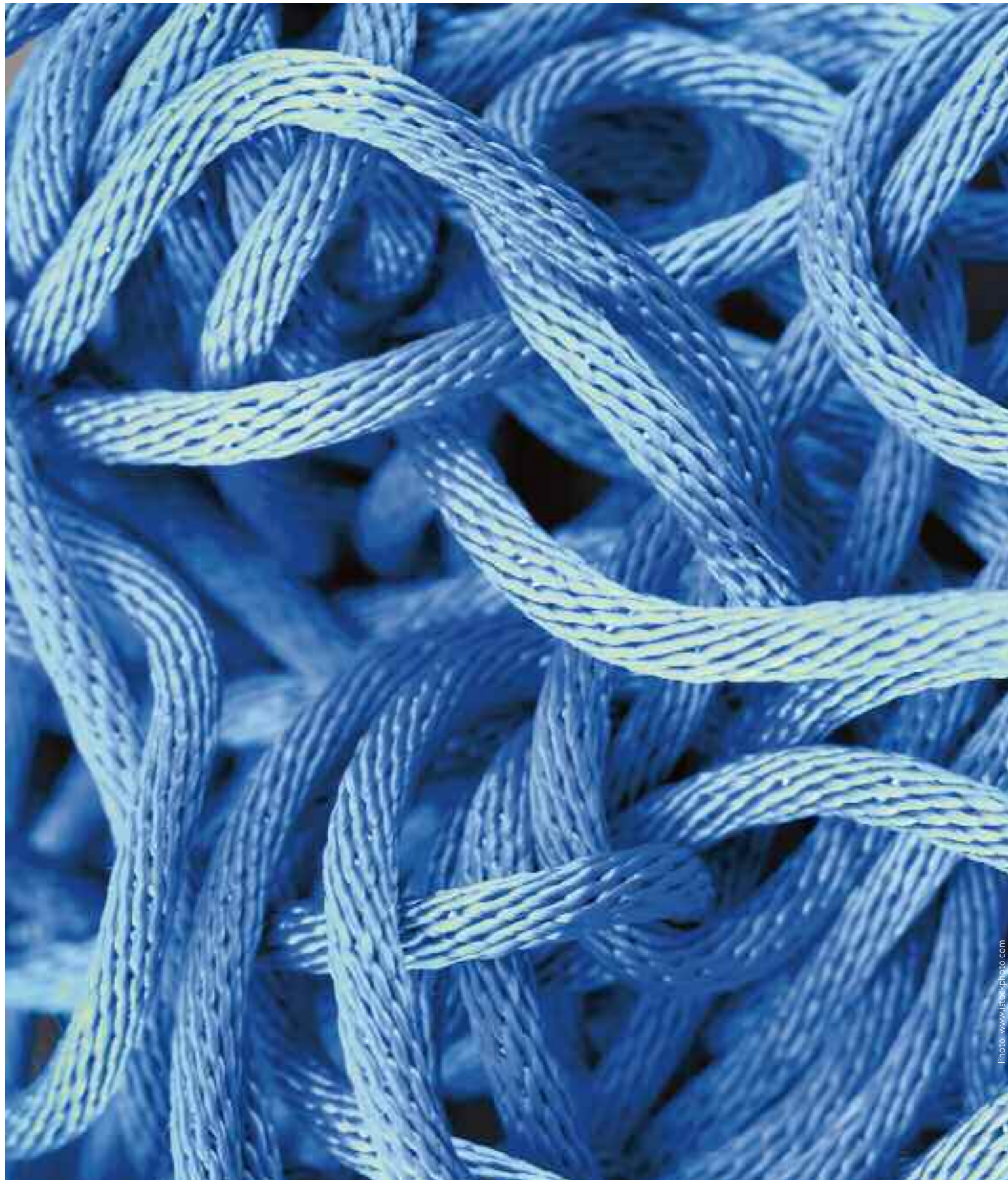


Photo: www.istockphoto.com

EUROPE'S CURRENT POST-TRADING LANDSCAPE

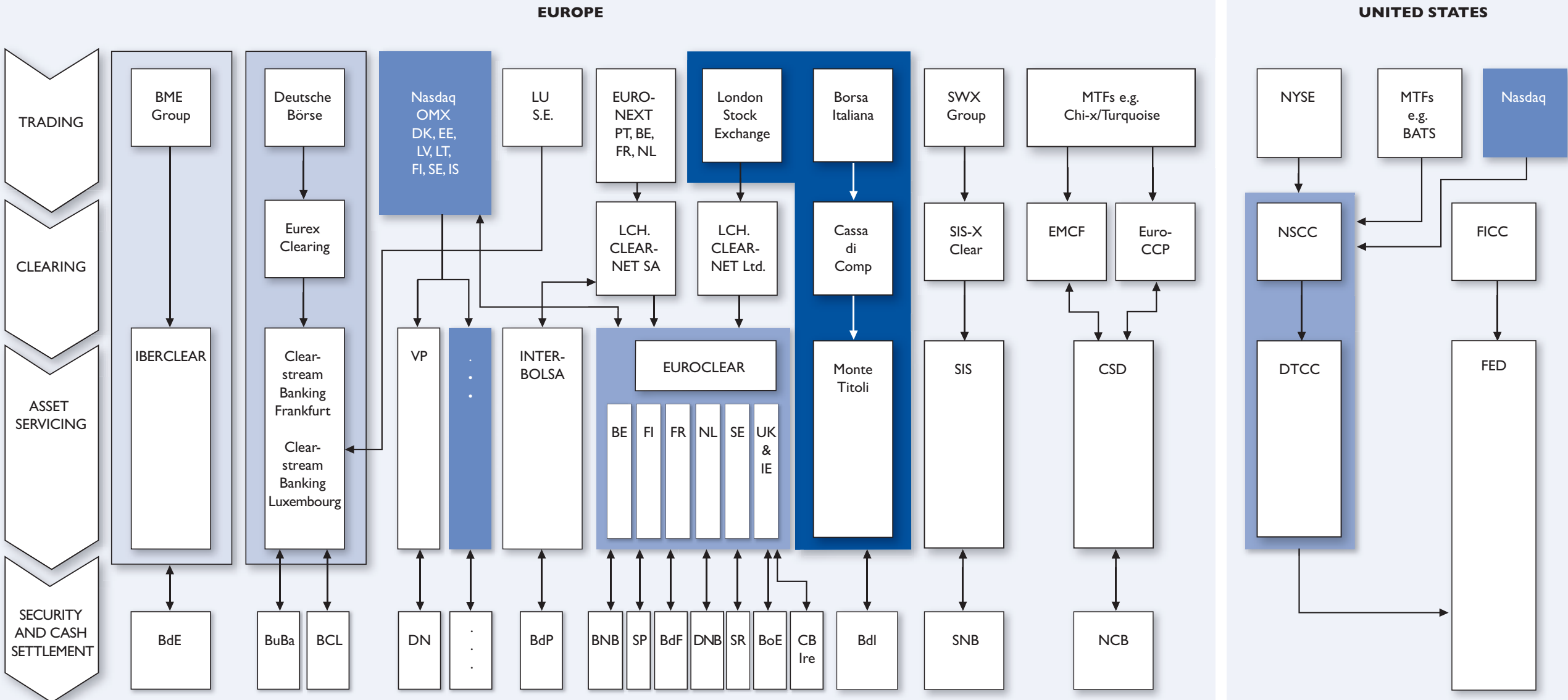
Historically, financial market infrastructures in Europe were created to meet the requirements of national financial markets. In many cases, there were only one or two dominant players at each stage of the value chain: typically one stock exchange for trading, possibly one central counterparty (CCP) for clearing and at least one CSD for settlement. Furthermore, each national infrastructure was primarily designed to manage securities that were denominated in the national currency. Today, despite the introduction of the euro, which has created a common currency for 16 countries in the EU, the provision of post-trading services – clearing and settlement – remains fragmented along national lines. There were 19 CSDs operating in the euro area in 2009, and almost 40 CSDs in the whole EU (some are shown in Figure 1). This contrasts starkly with the situation in the United States, which has a highly centralised clearing and settlement infrastructure, with the Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) responsible for the clearing and settlement of all corporate bonds and equities and the Federal Reserve System handling securities issued by the US government, federal agencies and government-sponsored enterprises.

Although there have been some successful mergers between European CSDs in the

past – and there may be more in the future – this process of consolidation by merger has proceeded more slowly than had been anticipated when the euro was introduced. Merger and acquisition is unlikely to deliver an integrated market infrastructure for the whole of Europe because of the difficulties in reconciling the different business models that have emerged in the last ten years. In some countries, there has been a merger of the stock exchange, CCP and CSD, as in Germany, where Deutsche Boerse, Eurex Clearing and Clearstream Banking Frankfurt belong to the same group. The infrastructures in Spain and Italy have also adopted this business model. Another business model involves mergers at the same level of infrastructure across different countries. The most prominent example of this is Euroclear, which has created a single settlement engine for Belgium, France and the Netherlands, so a user needs an account at only one of the CSDs to access securities in the other CSDs. There have also been mergers at the stock exchange level, such as Euronext, which covers Belgium, France, the Netherlands and Portugal. The co-existence of these different business models, with their conflicting interests, is likely to hinder the integration of clearing and settlement across the whole of Europe. In parallel, nine CSDs in Austria, Cyprus, Denmark, Germany, Greece, Norway, Spain, Switzerland and South



Figure 1 Fragmented European landscape and comparison with the United States



Note: The shaded boxes indicate groups of companies resulting from mergers and acquisitions.



Africa have embarked on a joint venture called “Link Up Markets”, which was launched in March 2009. Unlike Euroclear, Link Up Markets does not aim to create a single system but rather to facilitate the exchange of messages between CSDs.

Despite these initiatives, the costs and risks of cross-border securities transactions within the European post-trading environment remain unnecessarily high (see page 23 for further details). Cross-border transactions within the single European market remain more than ten times as expensive for investors than domestic transactions and are far more expensive than in the United States, where trades are settled centrally in the DTCC and the Federal Reserve System. The high cost of cross-border transactions is caused by lack of harmonisation across countries on a legal, fiscal and technical level, which subsequently requires some form of intermediation, either through the establishment of links or more commonly through the use of custodians. The 2001 Giovannini report showed that a typical cross-border equity transaction would require the involvement of as many as 11 intermediaries (compared with only 5 for an equivalent domestic transaction) and a minimum of 14 instructions between parties. Such a high level of intermediation always comes at a cost.

This situation is not aligned with the needs of a single currency, while the obstacles to the cross-border provision of post-trading services conflict with the objective of a single and competitive European market for financial services. The Lisbon strategy¹⁾ has recognised the need to overcome these obstacles and several important initiatives have been undertaken by the European Union. The gap in the trading area is being forcefully addressed, in particular by the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), which is stimulating competition between trading platforms, whether traditional stock exchanges or new multilateral trading facilities. In the post-trading sector, two measures are being implemented in order to achieve progress. First, a great deal of work is underway to harmonise practices, legislation, regulation and tax with a view to removing the “Giovannini barriers”. Second, all exchanges, central counterparties and CSDs have agreed to comply with the voluntary “Code of Conduct for Clearing and Settlement” in order to stimulate fair and open competition. The Code of Conduct includes

¹⁾ The aim of the Lisbon strategy, launched in March 2000 by the EU's Heads of State or Government, was to make Europe “the most competitive and dynamic knowledge-based economy in the world, capable of sustainable economic growth with more and better jobs and greater social cohesion”.

granting access rights to other service providers (e.g. so that any CCP or CSD is able to clear and settle trades on any stock exchange, whether it is located in the same country as the stock exchange or not) and seeks to ensure that clients are offered appropriate and transparent prices for unbundled services in order to put an end to cross-subsidies and the locking-in of clients.

However, in order to crystallise the gains from harmonisation and to provide support for competition between service providers in the securities industry, it must be technically possible for market participants to be able to access securities located in any country. This is where T2S comes in, providing the missing piece of the post-trading puzzle. T2S will foster the required transformation of intermediation between issuers and investors by stimulating the development by financial market participants of a competitive and efficient European market.





Photo: www.istockphoto.com

WHAT IS T2S, AND HOW WILL IT WORK?

T2S will be a single IT platform for settling almost all heavily traded securities in Europe, eliminating any differences between the settlement of domestic and cross-border transactions. It will truly be settlement without borders. T2S will integrate – horizontally across all countries in Europe – the most fundamental part of the securities infrastructure value chain: settlement. Preliminary discussions on T2S between the Eurosystem and the market started in 2006. In the following two years, the Eurosystem in cooperation with market participants produced a first version of the T2S user requirements and an economic impact assessment which showed that the new integrated settlement engine could make a significant contribution to European economic growth and welfare. In July 2008, following the positive feedback received from the market in a public consultation, the Governing Council decided to go ahead with developing T2S.

T2S will be a state-of-the-art settlement engine, providing commoditised and harmonised DvP settlement in central bank money on a real-time gross basis. This will extend the most secure settlement method throughout the whole of Europe. The use of DvP eliminates the risk for a market participant that its securities or cash could be transferred to a counterparty which then

defaults before fulfilling its corresponding obligations. The use of “central bank money” – such that the cash is transferred from one counterparty’s cash account at a central bank to another counterparty’s cash account also at the central bank – eliminates the settlement agent risk. The alternative – settlement in “commercial bank money”, in which the transfer of cash takes place between the counterparties’ cash accounts held at the same commercial bank (with no changes in the central bank accounts) – entails the risk that the intermediating commercial bank could default. Settling on a real-time gross basis rather than netting further reduces risks arising if a counterparty defaults before a transaction is finally settled. Although most national CSDs already use these best practices for domestic transactions, for cross-border transactions DvP in central bank money is not possible at the moment in such an efficient and safe manner. In view of the recent financial turmoil, risk reduction initiatives such as those provided by T2S for cross-border transactions are highly valued by market participants.

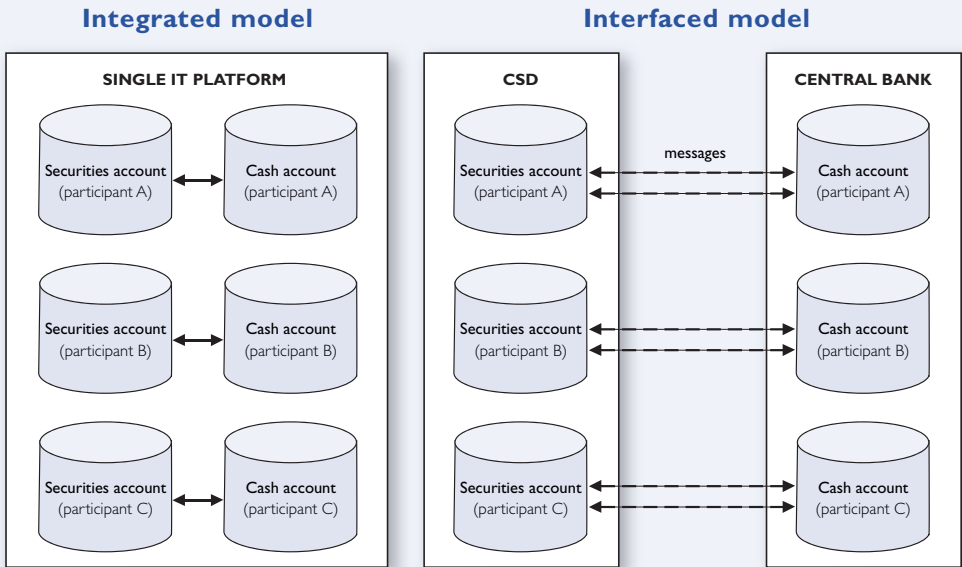
One of the key risk reduction features offered by T2S is a single IT platform to accommodate market participants’ dedicated central bank cash accounts and securities accounts in the same place. This is the “integrated model”,



which facilitates fast, highly efficient, low-risk settlement (Figure 2). It contrasts with the “interfaced model”, in which securities accounts are held at the CSD and the cash accounts with the central bank, and settlement requires the sending of messages to and from the CSD and the central bank to confirm the transfer of the securities and the cash. The interfaced model is less satisfactory, as it may involve delays in processing transactions and an increased risk of error, as well as making autocollateralisation less efficient. Although

some markets already benefit from the integrated model at a national level, T2S will spread the benefits to the whole euro area and potentially to the rest of Europe. A key difference between the T2S integrated model and previously used integrated models is that T2S will be run by the central bank rather than the CSD. Instead of outsourcing its cash accounts to be managed by the CSD, in the T2S environment the central bank is insourcing the CSDs’ securities accounts.

Figure 2 Comparison of the “integrated model” and “interfaced model” for securities settlement



The integrated model envisaged for T2S is further enhanced because it will be developed and operated in conjunction with the Eurosystem’s TARGET2 single shared platform for cash payments. The close proximity of T2S and TARGET2 will not only provide synergies by allowing market participants to optimise their collateral and liquidity management, but will also provide T2S with the same very high levels of availability, resilience, recovery time and security that are currently enjoyed by TARGET2. A simplified overview of T2S is shown in Figure 3. T2S (the part of the diagram in the white box) will be a single IT platform accommodating both the market participant’s securities accounts, held at either one CSD or at multiple CSDs, and its dedicated central bank cash accounts. The T2S dedicated cash account(s) (which can only be used for the settlement of securities transactions and corporate actions in T2S) will be linked to the market participant’s main cash account in TARGET2 or another non-euro central bank RTGS account. All transfers between the two accounts will be done on a real-time basis. T2S will therefore take the integrated model to a new level, not only directly connecting the securities accounts of one CSD with the cash accounts of one NCB, but connecting any securities account at any participating CSD with any cash account at any participating central

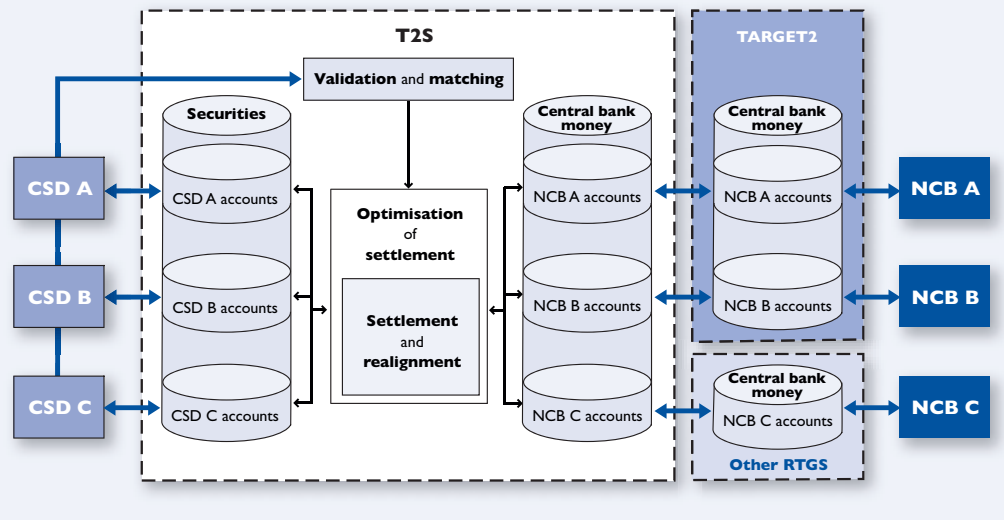
bank. All changes in the balances of cash and securities accounts, regardless of which CSD or NCB they belong to, can be made in real time. In this way, cross-border settlement will become identical to (and therefore as inexpensive as) domestic settlement.

Another key aspect of T2S is that it will be a service to CSDs, but not a CSD in itself. CSDs which join T2S will be “outsourcing” their settlement processes to T2S, however they will retain all their other functions and relations with their clients. Market participants will need to have a legal relationship with a CSD in order to use T2S and only CSDs will sign contracts with T2S. CSDs will still be responsible for opening and closing securities accounts in T2S, for liability vis-à-vis their clients, and so on. Furthermore, the rest of the post-trading value chain, in particular asset servicing, corporate action processing²⁾ and tax and regulatory reporting, which require specific knowledge of national practices and are difficult to commoditise and automate, remains a core function of national CSDs.

Another crucial innovation of T2S is its multi-currency dimension. Originally, the idea was

²⁾ Although management of corporate action events remains with CSDs and other service providers, T2S will process the resulting settlement of these events.

Figure 3 Integrated model: T2S on TARGET2



for T2S to be restricted on the cash side to the euro and on the securities side to only those held in the euro area CSDs. The ECOFIN Council³⁾ explicitly asked that T2S should not be limited to the euro area. The large number of non-euro area CSDs that signed a memorandum of understanding with the Eurosystem in July 2009 shows the strong interest of the securities industry in extending T2S beyond the euro area. Reflecting this, several non-euro area national central banks have already confirmed their interest in taking their currency into T2S, and other central banks are still considering whether to do

so. Ultimately, T2S may be able to settle almost all securities in Europe, in several – if not all – of the most traded currencies in this part of the world. The choice of currency will not be restricted, unlike the situation today, where most CSDs organise DvP settlement in central bank money with one central bank. The securities in T2S could be settled against any of the currencies in T2S.

³⁾ On 27 February 2007, the EU Council's committee on Economic and Financial Affairs (ECOFIN) concluded that "T2S should be open to non-euro area CSDs and currencies, subject to agreement between the concerned parties".

The strong support from and collaboration with CSDs and market participants across the whole of Europe has been vital in the success of T2S so far. Through this close collaboration, the market and the Euro-system have developed the user requirements

for what will be one of the most advanced and sophisticated settlement engines in the world. Box 1 lists the general principles on which the user requirements are based.

Being able to start with a completely "clean

Box 1 General principles of T2S

- Principle 1:** The Eurosystem shall take on responsibility for developing and operating T2S by assuming full ownership.
- Principle 2:** T2S shall be based on the TARGET2 platform and will therefore provide the same levels of availability, resilience, recovery time and security as TARGET2.
- Principle 3:** T2S shall not involve the setting-up and operation of a CSD, but instead will serve only as a technical platform for providing settlement services to CSDs.
- Principle 4:** The respective CSD users' securities accounts shall remain legally attributed to the CSD.
- Principle 5:** The T2S settlement service will allow CSDs to offer their participants at least the same level of settlement functionality and coverage of assets in a harmonised way.
- Principle 6:** Securities account balances shall only be changed in T2S.
- Principle 7:** T2S shall require participating CSDs to be designated under the Settlement Finality Directive (SFD).
- Principle 8:** T2S shall settle exclusively in central bank money.
- Principle 9:** The primary focus of T2S shall be settlement services in euro.
- Principle 10:** T2S shall be technically capable of settling in currencies other than the euro.
- Principle 11:** T2S shall allow users to have direct connectivity to its platform.
- Principle 12:** The participation of CSDs in T2S shall not be mandatory.
- Principle 13:** All CSDs settling in euro central bank money shall be eligible to participate in T2S.
- Principle 14:** All CSDs connecting to T2S shall have equal access conditions.
- Principle 15:** All CSDs connecting to T2S shall do so under a harmonised contractual arrangement.
- Principle 16:** All CSDs connecting to T2S shall have the same calendar of opening days and harmonised opening and closing times.
- Principle 17:** T2S settlement rules and procedures shall be common to all participating CSDs.
- Principle 18:** T2S shall operate on a full cost-recovery and not-for-profit basis.
- Principle 19:** T2S services shall be compatible with the principles of the European Code of Conduct for Clearing and Settlement.
- Principle 20:** T2S shall support the participating CSDs in complying with oversight, regulatory and supervisory requirements.



Box 2 Core functionalities of T2S

Real-time gross settlement in central bank money

The core service provided by T2S is real-time DvP settlement in central bank money for almost all securities circulating in Europe, eliminating any differences between domestic and cross-border settlement. T2S will comply with the highest industry and regulatory standards for instruction management and settlement, ensuring safety, reliability and efficiency, and will operate using harmonised communication protocols.

Optimisation of settlement

T2S will use highly sophisticated optimisation algorithms to achieve exceptionally high levels of settlement efficiency. The algorithms will detect complex “chains” of transactions involving many different participants which can then be settled simultaneously, minimising the risk of settlement blockages, delays and failures. As a part of this, T2S will offer “technical netting”, which would enable, for instance, a market participant to purchase a security using funds obtained from the sale of a different security. However, unlike a traditional net settlement system, which would process all transactions in a batch at the end of the day, the technical netting in T2S will occur on a real-time basis for all transactions in the queue. This reproduces the risk-free nature of real-time gross settlement, but with the benefits of lower liquidity needs that result from netting. Settlement efficiency and minimisation of liquidity needs will also be enhanced by the possibility of partial settlement, i.e. if there are insufficient securities, settlement will still take place with what securities are available and the residual outstanding amount will be carried over to the next settlement attempt.

Autocollateralisation

T2S will provide highly efficient autocollateralisation functionality, extending a service which was previously only available in a few countries to all T2S markets. Autocollateralisation enables a transaction to be settled by automatically triggering the provision of intraday credit from the central bank collateralised either by the security that is being purchased (“collateral-on-flow”) or by other securities available in the market participant’s securities account (“collateral-on-stock”), with prioritisation given to the use of the former. Furthermore, T2S has automated substitution functionality, so that if a security currently used as collateral for intraday credit with the central bank is required for settlement of another transaction, T2S will automatically find other eligible collateral on the participant’s account and release the specific security. This sophisticated autocollateralisation process minimises the need for cash balances and facilitates a high degree of settlement efficiency.

Optimisation of liquidity

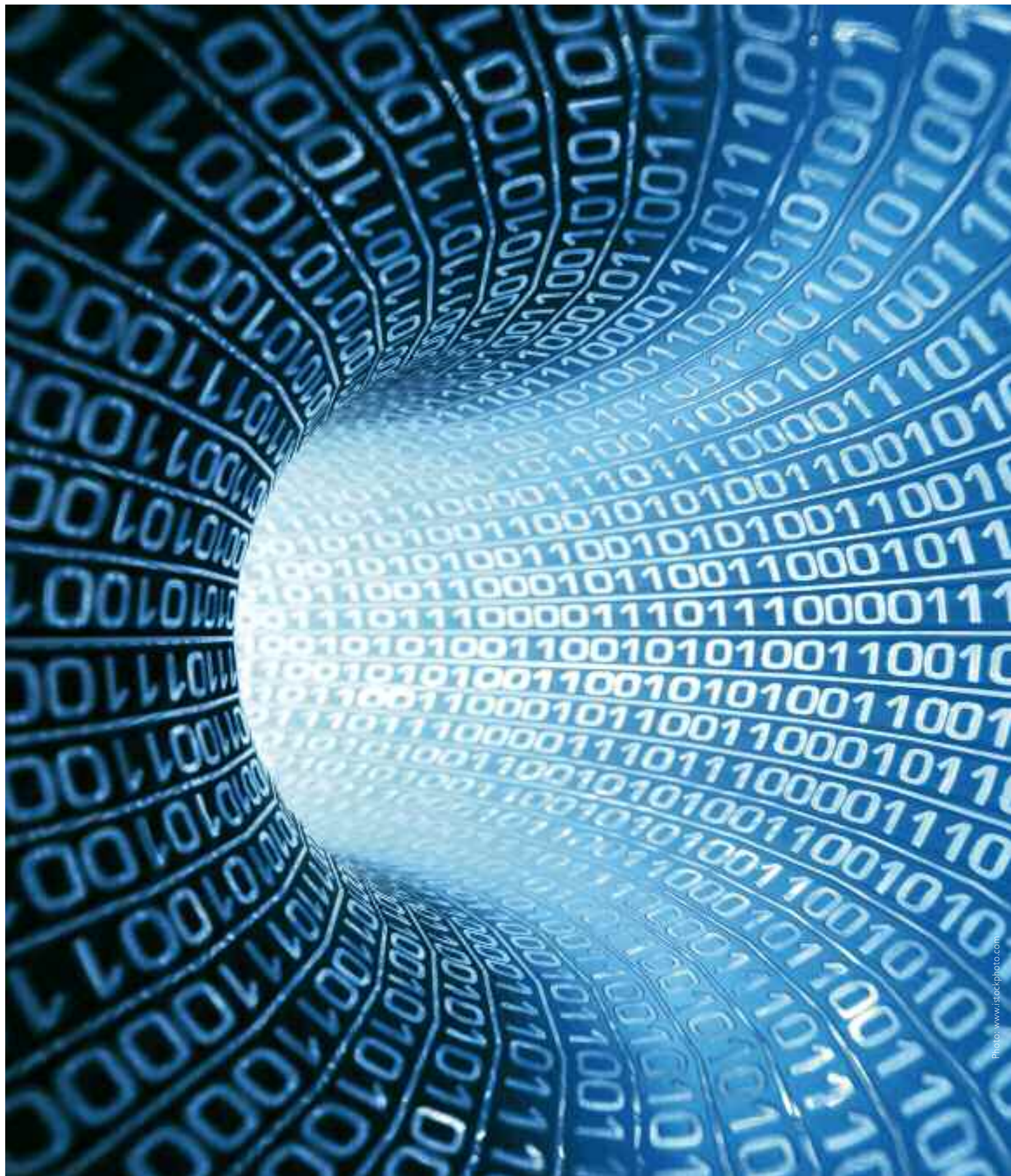
There will be a real-time link between a market participant’s T2S dedicated cash account(s) and its main RTGS cash account(s) outside T2S at the central bank, enabling banks and their clients to benefit from a wide range of liquidity management services. T2S will allow a highly flexible cash account structure to account for the different needs of market participants (e.g. separate accounts for proprietary or client transactions, or for payments related to corporate actions). There will also be the possibility to reserve liquidity for specific uses, monitor credit limits provided to clients, have cashflow forecasts, implement predefined or standard liquidity transfers, and perform automatic end-of-day sweeps from the dedicated cash account to the main RTGS account, etc.

Direct connectivity

With the consent of their CSD, market participants will be able to “connect directly” to T2S, routing their settlement instructions directly to the T2S platform rather than via a CSD. Furthermore, they will be able to query all instruction, settlement and account-related information using a centralised information hub. Direct connectivity will therefore enable market participants with high settlement volumes to rationalise their back-office activity and potentially centralise the handling of securities settlement at a single location for almost all securities circulating in Europe. CSDs continue to maintain the account of their directly connected participant.

slate”, unburdened by the requirements of legacy systems, has proved to be an enormous advantage in developing the T2S user requirements. Not only has it enabled users to cherry-pick the best features and functionalities of existing settlement platforms, but it also provided the impetus to harmonise and standardise processes, which would not have happened otherwise. The User Requirements Document (URD), which has been developed over a period of more than two years and is now around 900 pages long, describes the detailed functionality of T2S and covers aspects such as the lifecycle management and matching facilities, the provision and monitoring of liquidity, the autocollateralisation functionality, the settlement optimisation algorithms, and a host of others. Some of the core functionalities are explained in Box 2.





WHAT ARE THE BENEFITS FOR EUROPE?

The most important, and most direct, benefit of T2S will be a significant reduction in cross-border settlement fees, which are still, on average, more than ten times higher than domestic fees. T2S will achieve this result by processing cross-border and domestic transactions in exactly the same way, and therefore at the same cost, replacing today's very complex methods involving processing in at least two CSDs and, most of the time, also in one or several custodian banks. Indeed, settlement is primarily a fixed-cost business, so as transaction volumes increase, the average cost per transaction declines. In fact, the settlement business has all the features of a natural monopoly. In 2008, 346 million delivery instructions were processed by CSDs in the EU, with a total value of €831 trillion. If this volume of transactions were processed by a single settlement platform, rather than being fragmented across the systems of 40 different CSDs, it would be possible to achieve substantial economies of scale, reducing settlement fees to one of the lowest levels in the world. The Eurosystem has already announced its aim of settling standard DvP transactions at a fee below the current lowest domestic settlement fee. Furthermore, in line with the Code of Conduct, T2S will provide a high level of transparency and simplicity in the pricing of its services. Market

participants will know exactly what T2S charges them for settling a transaction.

The benefits of T2S are not limited to the reduction in direct processing costs: other benefits will come from facilitating the harmonisation of Europe's post-trading environment. In this respect, T2S will also be a big step towards a single market for financial services, thereby supporting the EU's Lisbon strategy which is aimed at making the EU the most competitive economy in the world. T2S will create a "domestic" market for the settlement of European securities, directly and indirectly removing many of the "Giovannini barriers" to cross-border clearing and settlement. For example, T2S will directly contribute towards the elimination of Giovannini barrier 1, as it will provide a single IT platform with common interfaces and a single messaging protocol (known as ISO20022) covering instructing, matching, settlement, querying and reporting across all connected markets. Furthermore, by introducing a single operational schedule for all connected markets (including a single start-of-day and end-of-day, a common night-time settlement window and a single calendar per T2S-eligible currency), T2S will be instrumental in removing Giovannini barrier 7. Furthermore, by extending a single harmonised settlement model comprising





DvP in central bank money to all domestic and cross-border transactions, T2S will significantly help to remove the remaining technical obstacles to interoperability, connectivity and intraday finality across different markets (Giovannini barriers 2, 4 and 5). Lastly, the lifecycle management and matching functionality in T2S will provide completely harmonised services in the area of settlement instruction management, fully implementing the standards and recommendations already produced in this area.

Beyond its direct impact, T2S will act as an important catalyst for further harmonisation across Europe. Significant progress in this direction has already been made by several T2S subgroups – composed of industry experts – on the harmonisation of instructions management and settlement processes, as well as on the processing of corporate actions on unsettled transactions. As work on implementing T2S progresses, the project is continually pressing for more harmonisation and either tackles this need directly or refers the relevant issue to the European Commission's CESAME2 group, which is responsible for dismantling the Giovannini barriers.

As a result of reduced settlement costs, increased competition and greater harmoni-

sation, T2S will have a positive impact on European economic growth. The lower fees for settlement – and potentially for other post-trading services – are expected to be passed on to end investors through increased competition between intermediaries. Furthermore, by making it easier and less costly to access cross-border securities, investors will be able to hold, and benefit from, more diversified portfolios, and issuers will benefit from a more diversified investor base. Securities markets will become more liquid and more attractive. Therefore, the cost of capital will decrease for issuers. They will be able to invest more and thus generate more economic growth.

Finally, T2S will have a positive impact on financial stability. The recent financial crisis, which led to an environment of high volatility and sudden increases in trading volumes, highlighted the crucial role that market infrastructures will continue to play in preserving the stability, soundness and safety of the global financial system in the future. T2S will contribute to financial stability in three ways. First, it will drastically reduce or even eliminate the risks that still affect the settlement of cross-border securities transactions. Second, it will help banks to optimise their collateral and liquidity management, which is crucial in times of financial market turbulence.

Third, by fostering greater efficiency and integration of European financial markets, T2S will promote greater diversification and sharing of risk, which will help make the whole system more stable.





FURTHER INFORMATION ON T2S

Developments in the T2S project are proceeding at a rapid pace. In particular, there are important discussions ongoing regarding the governance of T2S during the development and operational phases, the contractual relations between the Eurosystem and the participating CSDs and harmonisation initiatives. These developments can be followed by logging on to the T2S website at www.ecb.europa.eu/t2s. The website also provides details of the T2S programme plan, which sets out the main phases and milestones of the project. T2S also publishes a quarterly newsletter, T2S OnLine, which provides an update on the latest decisions by the T2S Programme Board and the ECB's Governing Council, as well as an outlook on the most important future workstreams.

