

欧州委員会による株式決済市場改革

吉川 真裕

ヨーロッパの株式市場では単一通貨ユーロの導入によって国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ、ユーロ導入諸国が一つの国のように各業種間で資金の再分配をおこなうという動きは予想されたほどには進んではない。ヨーロッパ各国の証券取引所は合併や統合という形で、株式市場統合を試みたが、イギリス、フランス、ドイツの三大取引所間の主導権争い、各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。他方、ユーロ債の決済の大半をおこなってきたユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）も株式取引では各国の証券集中保管機構との協力関係を確立せざるを得ず、しかも両者の間で対抗意識が強いことから、フランス、オランダ、ベルギー、イギリス、アイルランドを押さえたユーロクリアと、ドイツとルクセンブルグを押さえてイタリアに関心を寄せるクリアストリームの対立が収まる兆しは見られない。さらに、証券決済機関は併存していても単一清算機関が清算業務を一本化して決済費用の削減を目指すというアイデアもイギリス、フランス、ドイツの三大清算機関の対抗関係から進展する兆しは見えない。証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか進展しそうにもない。そこで、欧州委員会がイニシアティブをとることを期待する動きもみられるようになった。本稿ではヨーロッパの株式決済市場統合に対する欧州委員会の取り組みを紹介することによって、今後のヨーロッパ株式市場の行方を展望する。

1 EUの証券決済法規制⁽¹⁾

各国の証券中央保管機構(CSD)をリンクするECSDA(欧州CSD協会)モデルにせよ、一九九九年にユーロクリアが打ち出した国際決済機関(ICSD)が核となるハブ・アンド・スポークス・モデルにせよ、あるいはセデルがドイチエ・ベルゼ・クリアリング(DBC)と合併してクリアストリームとなり、ユーロクリアがフランスのSICOVAMとイギリスのクレストを傘下におさめた合併・買収モデル(ECHモデル)にせよ、各国のCSDの統合が進めば、投資家は複数のCSDに口座を開設する必要がなく、複数のCSDに担保を提供する必要もなくなる⁽²⁾。しかし、クロスボーダーの証券決済に伴う非効率性は各国の法規制の相違等に起因するところも大きく、この問題はCSDの統合によつては解決されえない。これがヨーロッパの株式決済市場統合に欧州連合(EU)レベルでの対応が求められる由縁である。

EUレベルでの証券決済に関する法規制としては一九九三年の投資サービス指令(ISD)があり、EUに加盟する一國で認可を受けた金融機関は他國の規制市場(regulated market)にアクセスすることが保証され、当該市場におけるCSDにもアクセスすることが保証されると定められている(ISD二五条一)。しかし、二〇〇〇年一月に欧州委員会が発表したISD改正に関するコミュニケーションにおいて、各國のCSDへのアクセスにはさまざまな障害が存在することが指摘され、証券決済システムの見直しが必要検討事項として掲げられた。そして、二〇〇二年一月一九日に発表されたISD改正案では、CSDのみならず、セントラル・カウンターパーティ(CCP)や清算機関への自由なアクセスを保護するための規定が新たに設けられている(改正ISD案三二条)。

2 第一次ジョヴァンニーニ報告

二〇〇〇年一月のISD改正コミュニケーションにおける証券決済システムの見直しへ向けて、二〇〇一年四月二日に欧州委員会はコンサルテーションを開始した。このコンサルテーションはクロスボーダー証券取引に現存する障害を把握し、将来の証券決済インフラの整備に向けた政策を探ることを目的としており、五月四日を回答期限として、二〇〇一年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョヴァンニーニ報告）にも利用されるものと説明されていた。

ローマ銀行副頭取のアルベルト・ジョヴァンニーニ氏を座長とするジョヴァンニーニグループは金融サービスに関して欧州委員会を支援する目的で一九九六年に結成された調査グループであり、金融機関等に所属する有識者が個人の資格で参加し、これまでも『ユーロ導入が資本市場に与える影響』（一九九七年七月）、『EUレボ市場：変化への機会』（一九九九年一月）、『ユーロ圏における調和した公債発行』（二〇〇〇年一月）という三つの報告書を作成している。そのジョヴァンニーニグループがクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する報告書の作成を欧州委員会から依頼され、二〇〇一年一月二三日に『EUにおけるクロスボーダーのクリアリングとセトルメント』³⁾を発表した。

この報告書では、今回の報告書は問題の特定をおこない、二〇〇二年半ばに予定している次の報告書で問題に対する対処策を検討するものとされている（以後、この報告書を第一次ジョヴァンニーニ報告と呼ぶ）。そして、この第一次報告の補遺には二〇〇一年四月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答が一部紹介されており、報告書の分析にも利用されている。

第一次ジョヴァンニーニ報告はクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントの仕組みを紹介した後、コ

ストの推計とコストの増加要因を分析している。第四章のコストの推計では、まず、ベルギーの経済政策研究センター（CEPS）のデータに基づいて、デンマーク、ドイツ、フランス、イタリア、イギリス、スウェーデンのCSDの株式と債券（ドイツとフランスのみ）の典型的な決済費用（主として国内取引）と、ICSDであるクリアストリームとユーロクリアの内部システム取引と外部システム取引の決済費用（株式と債券の区別なし）を比較している。直接的な比較には問題があるが、ICSDでの費用が各国CSDの費用よりも大幅に高いこと、そしてICSDの費用の中でも外部システム取引が内部システム取引よりも大幅に高いことが読み取れる。

他方、各決済機関の經常収入と決済件数から一件当たりの収入を推定し、これを費用の代理変数と見る方法も採用されている。この方法はロンドン証券取引所が用いたことのある方法であり、ここでもCEPSによる分析結果が用いられている。まず、各機関ごとのネットイング前あるいはネットイング後の一件当たり經常収入では、ユーロクリアとクリアストリームの値が桁違いに大きいことがわかる。さらに、アメリカのDTCCを比較の対象としてみると、ICSDを除くEU加盟国のCSDの一件当たり經常収入はネットイング後では遜色なく、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、イギリスではアメリカを下回る結果になっている。したがって、一件当たり經常収入が決済費用を反映しているとすれば、EU諸国の証券決済費用はアメリカの証券決済費用と大きな違いはないが、ユーロクリアやクリアストリームを通じておこなわれるクロスボーダー取引の決済費用は格段に大きいということが推定されることになる。

第一次ジョヴァンニ二報告の第五章ではクロスボーダー取引の決済コストの増加要因を分析している。現状の問題点としては一五項目が上げられているが、これを技術的要因／市場慣行に関する障害（一〇項目）、税制に関する障害（二項目）、法律上の確実性に関する障害（三項目）の三つのグループに区別している。

まず、技術的要因ノ市場慣行に関する障害として上げられている一〇項目を列挙すれば以下の通りである。

情報技術やインターフェイスの国ごとの相違

複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限

コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する国ごとの相違

日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違

決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害

決済に要する期間の国ごとの相違

業務時間や締め切り時間の国ごとの相違

証券の発行慣行の国ごとの相違

証券の保管場所に関する国ごとの制限

プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する国ごとの制限

次に、税制に関する障害として上げられているのは以下の二項目である。

外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制

国内決済システムに機能的に統合された証券取引税

最後に、法律上の確実性に関する障害として以下の三項目が上げられている。

証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如

金融取引のバイラテラル・ネットティングに関する法律上の取り扱いの国ごとの相違

証券の保有と権利に関する国ごとの法律の抵触

第一次ジョヴァンニ二報告の補遺では二〇〇一年四月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答結果が紹介されており、三八件（商業銀行一三、投資銀行二、CSD二、ICSD二、証券取引所四、投資マネジャー協会一）の回答が寄せられていた。報告書第五章で上げられた一五項目を問題点として指摘した回答件数は多い順に、三四件、三三件、三〇件、二九件、二九件、二七件、二七件、二七件、二四件、二二件、二二件、一九件、一九件、一一件、七件であった。このうちからまでの技術的要因／市場慣行に関する障害についてはそれがコスト増のメジャー要因かマイナー要因かを区別しており、メジャー要因の比率を計算すると、九七％（三四件中三三件）、八八％（三三件中二九件）、一三％（三〇件中七件）、二四％（二九件中二四件）、八三％（二九件中七件）、七〇％（二七件中一九件）、六三％（二七件中一七件）、五二％（二七件中一四件）、一〇〇％（一九件中一九件）、五七％（七件中四件）であった。そこで、全回答者数に占める回答比率と回答中のメジャー要因比率を掛け合わせて技術的要因／市場慣行に関する障害のプライオリティ比率を計算すると、九二％、八〇％、六七％、五三％、五三％、四八％、三八％、一九％、一九％、一二％となる。⁽⁴⁾

3 その後の推移

第一次ジョヴァンニ二報告はおおよそ好意的に受けとめられたが、それは二〇〇一年二月に発表されているラムファルシー委員会（欧州証券市場規制に関する賢人委員会）報告に沿って、技術的要因／市場慣行に関する対処策は民間の市場関係者のイニシアティブを重視するという姿勢を見せ、欧州委員会がアメリカのDTCCのよような単一機関を強制することはないということが関係者に安心感を与えたからと考えられる。

二〇〇二年三月二日には欧州証券監督者委員会（CESR）と欧州中央銀行制度（ESCB）が証券決済に関する共同作業への協力を求めるコンサルテーション文書を公表した。⁽⁵⁾ リкоменデーシヨンの法的位置づけ、リкоменデーシヨンの主体、リкоменデーシヨンの範囲、リкоменデーシヨンの目的、決済機関へのアクセス条件、証券決済におけるリスクと弱点、決済サイクル、構造問題、これらについて二〇〇二年五月六日を期限として、一年前の欧州委員会によるコンサルテーションと同様に市場関係者の協力を求めた。

他方、二〇〇二年四月には買収の手続きを進めていたドイツ取引所とクリアストリームが『ヨーロッパにおけるクロスボーダー株式取引、クリアリング、セトルメント・白書』と題する報告書を公表し、垂直的格納庫と擲掬されるドイツ取引所/クリアストリームの戦略の正当性を主張した。⁽⁶⁾ この時期はまだドイツ取引所によるクリアストリームの買収がドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による承認を経ておらず、その正当性を示す意味でこの報告書はこの時期に公表されたものと考えられる。しかしながら、内容的には第一次ジョヴァンニ二二報告では踏み込めなかつた決済費用の内訳を詳細に推定しており、とりわけドイツにおける大口のクロスボーダー取引は国内取引よりも三〇％割高であり、小口のクロスボーダー取引は国内取引よりも一五〇％割高であることを示しているのは興味深い。また、クロスボーダー取引の費用の四〇％は各国の法制や税制に起因し、市場慣行の調和、取引所や決済機関の統合によって削減できるのは二〇％にすぎないと推定しており、技術的要因や市場慣行の改善を民間主導で進めようというジョヴァンニ二二報告とは異なる立場を示していた。

二〇〇二年五月二十八日には欧州委員会から再びクロスボーダー取引の決済に関するコンサルテーションが公表された。⁽⁷⁾ 今回のコンサルテーションはラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニ二二報告を受けておこなわれたものであり、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという上からのアプローチはとらず、

市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件をいかにして作り出すかという下からのアプローチを採用している。今回のコンサルテーションは八月三一日を回答期限としており、二〇〇二年末までに回答結果の分析を公表する予定であると説明されていた。

第一次ジョヴァンニ二報告の中で二〇〇二年半ばと予定されていた第二次ジョヴァンニ二報告は、二〇〇二年中、二〇〇三年年明けへと公表がずれ込み、草稿はできあがったものの、市場関係者との最終的な調整に手間どっているとも伝えられた。この間、一月一八日には予定通り、五月の第二次コンサルテーションの分析結果が欧州委員会から公表された。⁸⁾ 第二次コンサルテーションへはEU加盟二四カ国を含む一六カ国から二一のEU加盟国の公的機関を含めて六一件（インフラ提供者二七％、銀行二六％、公的機関二二％、プロカー七％、年金基金二％、兼業金融機関七％、その他一〇％）の回答が寄せられていた。この分析結果によると、当局ではなく、市場が決済サービスの統合モデルを決定すべきであるという点で合意が得られたとしており、ラムファルシー委員会報告、第一次ジョヴァンニ二報告の下からのアプローチが受け入れられていることを明らかにした。第三章では第一次ジョヴァンニ二報告で採り上げられた一五の障害を除去するプライオリティに対する回答が吟味されており、具体的な数字は明記されていないが、障害（複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限）、障害（決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害）、障害（証券の保管場所に関する国ごとの制限）の三つの障害を除去すべきという要望が高かったとされている。さらに、第四章の説明によれば、公平な競争のためにEUレベルでクリアリングとセトルメントの機能的な定義が必要かという質問に対する回答は、好ましいが七四％、反対が七％、無回答が一八％であり、EUが取引と決済へのアクセスと選択に関する包括的な権利を法制化すべきかという質問に対する回答は、アクセス権のみ必要が三九件、選択権のみ必要が三二件、両

方必要が二二件、両方不要が二二件、無回答が七件であった。

他方、二〇〇二年二月三日には、五月二十八日に欧州委員会が発行したコミニケに対する欧州議会経済金融問題委員会からの承認が採決され、二〇〇三年一月一日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員会委員によって二〇〇三年前半にも欧州委員会によるクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされる見通しが明らかにされた。公表がずれ込んでいる第二次ジョヴァンニ二報告は欧州委員会の政策提言のもとになるものと考えられており、第二次ジョヴァンニ二報告の公表も二〇〇三年前半にはおこなわれるものと見られていた。

二〇〇三年一月には欧州証券取引所連合(FESE)から二〇〇二年一月二十五日にジョヴァンニ二・グループとFESEの間でおこなわれた第二次ジョヴァンニ二報告草稿をめぐる議論の要点が公表され、第二次ジョヴァンニ二報告はラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニ二報告の下からのアプローチを採用して、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという上からのアプローチはとらず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件を作り出すための改善策に徹していることが明らかに⁽⁹⁾なった。その意味ではヨーロッパの株式市場統合に結びつくようなドラスティックな提言が第二次ジョヴァンニ二報告で盛り込まれる可能性は低く、これを受けて欧州委員会が大胆な政策提言をおこなうという可能性も低いと考えられるようになった。

4 第二次ジョヴァンニ二報告

二〇〇三年四月一六日に『EUのクリアリングとセトルメント・アレンジメントに関する第二次報告』と題す

るジョヴァンニーニ・グループの第二次報告が公表された。⁽¹⁰⁾ これを報じた主要なニュース・ソースはなく、第一次報告に対する反響とは様変わりであった。これはドラスティックな提言がないということがある程度予測されており、すでに市場関係者の関心も薄れていたためと考えられる。発表当日には垂直的格納庫アプローチが強制的に排除されないことに安心したドイツ取引所のみが歓迎するというプレス・リリースを出している。

予想されたとおり、第二次ジョヴァンニーニ報告はどのような形態の決済市場インフラが必要であるかという上からのアプローチはとらないことを明言し、第一次報告で採り上げた一五の障害をいかにして取り除くかということに徹している。

具体的には、第一次報告の障害（業務時間や締め切り時間の国ごとの相違）と障害（情報技術やインターフェイスの国ごとの相違）を二年以内に取り除くことに優先順位を与え、その実現から三カ月以内に障害（日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違）、障害（決済に要する期間の国ごとの相違）、障害（コーポレート・アクションや株主権限、カस्टディに関する国ごとの相違）、障害（証券の発行慣行の国ごとの相違）、障害（外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制）、障害（国内決済システムに機能的に統合された証券取引税）を除去すること、そして現時点から三年以内に残るすべての障害を取り除くことを提言している。

障害除去の優先順位と並んで、どの機関がイニシアティブをとるべきかを第二次ジョヴァンニーニ報告は特定しており、一五の障害をいかにして速やかに取り除くのかという手順を示したことが第二次ジョヴァンニーニ報告の功績と言えよう。

まず、最優先（二年以内）とされた障害除去のうち、障害（業務時間や締め切り時間の国ごとの相違）につ

いては決済機関の協議会である欧州CSD協会（ECSDA）が中心となつて、欧州中央銀行制度（ESCB）と協力してイニシアティブをとること、障害（情報技術やインターフェイスの国ごとの相違）についてはSWIFTと証券市場実務家グループ（SMPG）が中心となつてフォーマットやプロトコルの共通化をはかることが明記された（ただし、SWIFTがイニシアティブをとることは情報プロバイダーとしてSWIFTを利用することをかならずしも意味しない）。

次いで、第二グループ（最優先から三カ月以内）とされた障害除去のうち、障害（日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違）についてはECSDAが中心となつて、独自のコンサルテーションも実施した欧州証券監督者委員会（CESR）と欧州中央銀行制度（ESCB）の共同ワーキング・グループと協力してイニシアティブをとること、障害（決済に要する期間の国ごとの相違）についてはドイツの実施する二営業日後決済（T+2）に他国も移行すべきか、ドイツが他国の三営業日決済（T+3）に移行すべきかを再検討すること（イニシアティブの主体は明記されず）、障害（コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する国ごとの相違）については欧州銀行協会、欧州貯蓄銀行グループ、欧州コーポラティブ銀行協会の三つの組織からなる欧州クレジット・セクター協会（ECSA）に加盟するローカル銀行とECSDAが民間部門の提言をコーディネートし、各国政府はEU首脳会議を通じて対応すること、障害（証券の発行慣行の国ごとの相違）については国際プライマリー市場協会（IPMA）とナショナル・ナムバーリング・エージェンシーズ協会（ANNA）がイニシアティブをとることが示された。

さらに、第三グループ（三年以内）とされた障害除去のうち、障害（証券の保有と権利に関する国ごとの法律の抵触）、障害（金融取引のバイラテラル・ネットینگに関する法律上の取り扱いの国ごとの相違）、障害

(証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如)の三つについては、各国政府がEU証券口座確定プロジェクト(EU Securities Account Certainty Project)に合意することを通じて、障害(国内決済システムに機能的に統合された証券取引税)と障害(外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制)については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが示された。

また、第四グループ(第二グループの障害除去を踏まえて現在から三年以内)とされた障害除去のうち、障害(複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限)と障害(証券の保管場所に関する国ごとの制限)については各国政府が改正ISD案を採用することを通じて、障害(決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害)については各国政府が欧州証券監督者委員会(CESR)と欧州中央銀行制度(ESCB)との整合性を踏まえて、障害(プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する国ごとの制限)については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが明示された。

5 今後の見通し

今のところ、第二次ジョヴァンニ二報告を踏まえて二〇〇三年六月にも欧州委員会によるクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされ、それに基づいて欧州委員会の政策提言がおこなわれる見通しである。第二次ジョヴァンニ二報告が市場関係者の意見をすでに参考にしており、コンサルテーションに基づく欧州委員会の政策提言が第二次ジョヴァンニ二報告と大きく異なるものになるとは考えにくい。証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか株式市場の統合は進まなかった。これを株式決済

市場統合という側面から欧州委員会が大幅に進めるといことが一時は一部の人々によって期待されたが、すでにみたように、その可能性も当面は極めて小さく、ヨーロッパの株式市場統合へ向けての道のりはまだまだ遠い。

むしろ、ラムファルシー委員会報告や第二次ジョヴァンニ二報告にみられるように、欧州委員会は民間ベースでの競争による統合をお膳立てするためにレヴェル・ブレイキング・フィールドを実現することを目指しているようである。電信電話会社や電力・ガス会社、空運会社などはかつては他産業のインフラとしての側面が強調され、相互の競争よりも重複投資の無駄を省くことが最も重視された。その意味では証券取引所や証券決済機関、清算機関も同じであった。ところが、独占または寡占の弊害が技術革新を妨げているという見方が強まり、参入障壁の撤廃のみならず、積極的な競争相手の参入促進が押し進められるようになった。そして、効率性の基準も静態的な資源の節約から動態的な技術革新へと変わりつつある。証券市場における後者の成功例がアメリカのナスダック市場における電子証券取引ネットワーク（ECN）の躍進であるが、実は一国ベースではそれ以外に成功例は見当たらない。

ヨーロッパでは一九八五年にロンドン証券取引所がSEAQインターナショナルというナスダックをまねた外国株市場を開設し、ヨーロッパ諸国での株式取引の多くがロンドンでおこなわれるようになった。しかし、危機感を募らせた各国の証券取引所が市場改革を實行し、一九九〇年代には取引は母国市場へと逆流していた。一九九九年の単一通貨ユーロの導入は為替相場の変動という障壁を取り除き、取引所間の競争が再び活発化するものと考えられた。一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携を皮切りに、証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けてのさまざまな試みがおこなわ

れ、競争は活発化したものの、統合はさほど進んでいるとは言えない。民間ベースではなかなか進展しそうにもない株式市場統合を、欧州委員会がイニシアティブをとることで一気に押し進めようという一部の人々の期待は欧州委員会の競争重視という姿勢によって脆くも崩れさったと言えよう。

とはいえ、第二次ジョヴァンニ二報告が採り上げた株式決済市場の障害を取り除くための優先順位とスケジユール、その実施主体の特定はEUにしかできない調整策であり、ヨーロッパの株式決済市場を改善し、将来の株式決済市場統合を準備する上でも重要なものとなるであろう。

注

- (1) この節の記述は、岩田健治「EU証券規制の新展開…その背景と現状」『証券経済研究』三八号、二〇〇二年七月、野村亜紀子・小橋亜由美「二極化に向かう欧州証券決済機関〈ユーロクリアとクレストの合併発表〉」、『資本市場クォーター』二〇〇二年夏号、大崎貞和「EU投資サービス指令（ISD）改正案について」、『資本市場クォーター』二〇〇三年冬号）に負つていゝが大きい。
- (2) ヨーロッパの株式決済市場統合に関わる詳細については、拙稿「ユーロCCPとDTCCの欧州クリアリング機関」(本誌一六〇一号、二〇〇一年二月)、「ドイツ取引所によるクリアスチームの買収合意」(本誌一六〇四号、二〇〇二年三月)、「ユーロクリアとクレストの合併」(本誌一六一〇号、二〇〇二年九月)を参照。
- (3) The Giovanni Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- (4) 報告書の脚注で示されているこの方法で計算すると、値は若干違つたものになるが、論旨に違いはない。
- (5) CFSR and ECB, *Joint Work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities*

- Regulators in the Field of Clearing and Settlement: A call for contributions from interested parties*, 3 March 2002.
- (6) Deutsche Börse Group and Clearstream International, *Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe: White Paper*, April 2002.
- (7) Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges*, COM (2002) 257, 28 May 2002.
- (8) Commission of the European Communities, *Commission Communication on Clearing and Settlement: Summary of Responses*, IP/02/1910, 18 December 2002.
- (9) Federation of European Securities Exchanges, *Comment on the Preliminary Draft Sections of the Giovannini II Report on EU Clearing and Settlement Arrangements as discussed in the meeting of the Giovannini Group on 25th November 2002*, January 2003.
- (10) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003.

(4) (5) (6) (7) (8) (9) (10)