

# EUROPA-PARLAMENTET

1999



2004

---

*Mødedokument*

ENDELIG  
**A5-0431/2002**

4. december 2002

## BETÆNKNING

om Kommissionens meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet om clearing og afvikling i Den Europæiske Union - Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer  
(KOM(2002) 257 – C5-0325/2002 – 2002/2169(COS))

Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål

Ordfører: Generoso Andria



## INDHOLD

	<b>Side</b>
PROTOKOLSIDE .....	4
FORSLAG TIL BESLUTNING.....	5
BEGRUNDELSE.....	10

## PROTOKOLSIDE

Med skrivelse af 28. maj 2002 fremsendte Kommissionen sin meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet om clearing og afvikling i Den Europæiske Union - Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer (KOM(2002) 257 – 2002/2169(COS)).

På mødet den 2. september 2002 meddelte Parlamentets formand, at denne meddelelse var henvist til Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål som korresponderende udvalg og til Udvalget om Retlige Anliggender og det Indre Marked som rådgivende udvalg (C5-0325/2002).

På mødet den 19. juni 2002 havde Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål valgt Generoso Andria til ordfører.

På møder den 7. oktober, 4. november, 28. november og 3. december 2002 behandlede udvalget Kommissionens meddelelse og udkastet til betænkning.

På sidstnævnte møde vedtog det forslaget til beslutning (for: 22; imod: 8; hverken/eller: 1).

Til stede under afstemningen var: Christa Randzio-Plath (formand), Philippe A.R. Herzog og John Purvis (næstformænd), Generoso Andria (ordfører), Juan José Bayona de Perogordo (for José Manuel García-Margallo y Marfil, jf. forretningsordenens artikel 153, stk. 2), Pervenche Berès, Roberto Felice Bigliardo, Jean-Louis Bourlanges (for Brice Hortefeux), Hans Udo Bullmann, Manuel António dos Santos (for Helena Torres Marques), Jonathan Evans, Robert Goebbels, Lisbeth Grönfeldt Bergman, Catherine Guy-Quint (for Giorgos Katiforis, jf. forretningsordenens artikel 153, stk. 2), Christopher Huhne, Anne Elisabet Jensen (for Karin Riis-Jørgensen, jf. forretningsordenens artikel 153, stk. 2), Othmar Karas, Piia-Noora Kauppi, Werner Langen (for Ingo Friedrich), Alain Lipietz, Astrid Lulling, Thomas Mann (for Hans-Peter Mayer), Ioannis Marinou, Giuseppe Nisticò (for Renato Brunetta, jf. forretningsordenens artikel 153, stk. 2), Fernando Pérez Royo, Jacques F. Poos (for Bernhard Rapkay, jf. forretningsordenens artikel 153, stk. 2), Alexander Radwan, Olle Schmidt, Peter William Skinner, Ieke van den Burg (for Mary Honeyball) og Theresa Villiers.

Udvalget om Retlige Anliggender og det Indre Marked er vedtog den 10. september 2002 ikke at afgive udtalelse.

Betænkningen indgivet den 4. december 2002.

## FORSLAG TIL BESLUTNING

### Europa-Parlamentets beslutning om Kommissionens meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet om clearing og afvikling i Den Europæiske Union - Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer (KOM(2002) 257 – C5-0325/2002 – 2002/2169(COS))

*Europa-Parlamentet,*

- der henviser til Kommissionens meddelelse (KOM(2002) 257 – (C5-0325/2002<sup>1</sup>),
- der henviser til Giovanni-gruppens rapport<sup>2</sup> fra november 2001 om grænseoverskridende clearing- og afviklingsordninger i Den Europæiske Union, der indeholder rådgivning til Kommissionen i spørgsmål vedrørende de finansielle markeder,
- der henviser til forretningsordenens artikel 47, stk. 1,
- der henviser til betænkning fra Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål (A5-0431/2002),
- A. der henviser til, at direktiv 98/26/EF<sup>3</sup> om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer var en afgørende milepæl i processen for at få etableret en effektiv lovgivningsramme for betalings- og værdipapirafviklingssystemer,
- B. der henviser til, at Det Europæiske Råd i Lissabon gjorde opmærksom på , at det var af strategisk vigtighed at få integreret de finansielle markeder inden 2005, da de har central betydning for Europas vækst og beskæftigelsesstrategi,
- C. der henviser til, at det har medført større indbyrdes afhængighed mellem markederne på alle niveauer, at kursrisikoen i eurozonen er elimineret; der henviser til, at USA har valgt en fælles ramme for clearing, afvikling og deponering, hvilket indebærer en fælles strategi, et fælles ledelsesteam og en fælles teknologiport, og bemærker, at US DTCC clearer hen imod 20 mio. transaktioner pr. dag svarende til 600 mia. USD,
- D. der henviser til, at Kommissionen i øjeblikket gennemfører konsultationer med berørte parter vedrørende en clearing- og afviklingspolitik i EU,
- E. der henviser til, at der i Giovannini-rapporten<sup>4</sup> blev identificeret og beskrevet hindringer for effektiv grænseoverskridende clearing og afvikling og givet udtryk for, at det er nødvendigt at handle hurtigt for at få fjernet disse hindringer,
- F. der henviser til, at effektive clearing- og afviklingssystemer (dvs. et udbud af de rigtige tjenesteydelser til den rigtige pris på et konkurrencedygtigt og sikkert grundlag) er af stor betydning for EU som helhed, da de er afgørende for, at det finansielle system kan

---

<sup>1</sup> Endnu ikke offentliggjort i EFT.

<sup>2</sup> [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/giovannini/clearing1101\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf).

<sup>3</sup> EFT L 166, 11.6.1998, s. 45.

<sup>4</sup> [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/giovannini/clearing1101\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf).

fungere,

- G. der henviser til, at de eksisterende clearing- og afviklingssystemer i EU er meget effektive, for så vidt angår bearbejdning af værdipapirtransaktioner på nationalt plan, men at de ikke arbejder sammen på en måde, der muliggør effektiv bearbejdning af grænseoverskridende transaktioner efter afslutning af handler (post-trade), og at det vil være umuligt fuldt ud at udnytte fordelene ved et indre marked for finansielle tjenesteydelser uden effektive grænseoverskridende clearing- og afviklingssystemer;
- H. der henviser til, at den ineffektive grænseoverskridende clearing og afvikling i EU stort set skyldes opsplitningen på grund af uensartede nationale tekniske krav og forskellige former for markedspraksis, skatteprocedurer og retlige hindringer,
- I. der henviser til, at det, hvis der skal opnås en høj grad af markedseffektivitet og en begrænsning af udgifterne, vil være nødvendigt at tage skridt til at fjerne tekniske, markeds-mæssige og retlige hindringer og gradvis på lang sigt også at harmonisere skattesystemerne,
- J. der henviser til, at der, for at tilsynsmyndighederne kan føre tilsyn med markedet, skal være en gensidig overenskomst, en fælles tilgang og harmoniserede regler,
- K. der henviser til, at Kommissionen vil fremsætte et forslag om ændring af direktiv 93/22/EØF<sup>1</sup> om investeringsservice med henblik på at behandle spørgsmål i tilknytning til handel med værdipapirer, der er snævert forbundet med emner som clearing og afvikling,
- L. der henviser til, at der er mange konkurrerende clearing- og afviklingsinstitutioner, f.eks. de "centrale medkontrahenter" (CCP), "værdipapircentraler" (CSD), "internationale værdipapircentraler" (ICSD), globale depotforvaltere og lokale depotforvaltere ("lokale agenter"),
- M. der henviser til, at markedet i mangel af en tilpasset ramme har konsolideret clearing- og afviklingsenheder, hvilket dog absolut kræver, at der udarbejdes et forslag til direktiv,
- N. der henviser til, at PRIMA-princippet (Place of Relevant Intermediary Approach), som i øjeblikket drøftes i "Haag-konventionen om værdipapirer i indirekte besiddelse" sandsynligvis vil mindske problemet med love, der er i konflikt med hinanden,
- O. der henviser til, at EU's konkurrencepolitik (traktatens artikel 81, 82 og 86) gælder for alle virksomheder, også clearing- og afviklingsvirksomheder,
- P. der henviser til, at ECB (Den Europæiske Centralbank) og CESR (Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder) har indledt et samarbejde vedrørende clearing og afvikling med henblik på eventuelt at tilpasse "anbefalinger om værdipapirafviklingssystemerne"<sup>2</sup> fra CPSS (Komitéen for Betalings- og Afviklingssystemer) og IOSCO (Den Internationale Sammenslutning af Børstilsyn) til EU, samt vedrørende en analyse af centrale medkontrahenters clearingvirksomhed og en

---

<sup>1</sup> EFT L 141, 11.6.1993, s. 27.

<sup>2</sup> Rapport fra CPSS-IOSCO Joint Task Force on Securities Settlement Systems.

kritisk gennemgang af Giovannini-rapporten,

1. hilser Kommissionens meddelelse velkommen og anser den for at være et første nødvendigt skridt med henblik på at udvikle en politik for clearing og afvikling i EU; er af den opfattelse, at Kommissionen ikke bør begrænse sig til rent tilskyndende mekanismer, men tværtimod bør foreslå klare bestemmelser, der sikrer ensartet behandling af markedsaktørerne;
2. mener, at denne meddelelse blot er en første etape, og opfordrer Kommissionen til - koordineret med ISD-arbejdet - at udarbejde et særdirektiv om afvikling og clearing med fælles regler for bl.a. godkendelse, kontrol, etableringsfrihed og frihed til at præstere tjenesteydelser og med en fælles ramme på infrastrukturområdet;
3. gør opmærksom på, at EU's finansielle marked for at være konkurrencedygtigt på globalt plan må have den nødvendige soliditet og likviditet og være effektivt, sikkert, transparent og omkostningseffektivt;
4. mener, at aktørerne på markedet måske vil afholde sig fra at investere eller vil gribe til andre potentielt mere risikable metoder til at afslutte grænseoverskridende transaktioner, hvis det er for kostbart at anvende de europæiske clearing- og afviklingssystemer, eller hvis infrastrukturen er utilstrækkelig, så de ønskede funktioner ikke kan udføres;
5. bemærker, at de alt for store grænseoverskridende udgifter må fjernes, og at de største risici, der opstår på grund af den ineffektive clearing og afvikling, hvad enten de er af retlig eller af anden art, må mindskes for at skabe et ægte integreret værdipapirmarked i EU; opfordrer Kommissionen til nøje at undersøge det amerikanske eksempel og foretage en detaljeret evaluering af dets styrke og svagheder for at vurdere, hvorvidt en sådan struktur vil kunne etableres i Europa;
6. foreslår, at det først og fremmest skal være de tekniske hindringer, der nedbrydes (f.eks. ved at fjerne forskelle inden for IT-systemer, vedtage såkaldt "intra-day finality" mellem systemerne og tilstræbe interoperabilitet mellem de forskellige systemer);
7. opfordrer markedsdeltagerne til gennem en effektiv fælles aktion at bestræbe sig på at få fjernet tekniske hindringer og markedshindringer, da foranstaltninger fra markedsdeltagerens side er den mest effektive måde at få fjernet disse hindringer på;
8. mener, at det sideløbende med at ophæve de tekniske forskelle vil være nødvendigt at fjerne de hindringer for den endelige afregning af individuelle grænseoverskridende transaktioner, som de uensartede nationale retlige og skattemæssige bestemmelser vedrørende værdipapirer indebærer;
9. foreslår, at den kommende ændring af direktiv 93/22/EØF indeholder en bestemmelse om, at medlemsstaterne skal give investeringsvirksomheder fra andre medlemsstater ret til adgang til clearing- og afviklingssystemer for centrale medkontraahenter på deres område, og at disse systemer skal opfylde de objektive, gennemskuelige og harmoniserede kriterier, der gælder for lokale deltagere; foreslår, at der som vejledning til markedsdeltagerne udarbejdes en oplysende redegørelse, der afdækker de grundlæggende forskelle mellem medlemsstaternes love, som har indvirkning på clearing- og

afviklingssystemerne; foreslår endvidere, at der på lang sigt etableres en værdipapirkodeks, selv om dette bør være en langsigtet ambition for politikken, da det ikke er et mål, som det vil være muligt at realisere på kort sigt, idet det er nødvendigt at gøre noget ved de uensartede lovgivningsrammer vedrørende følsomme spørgsmål som f.eks. selskabsret, ejendomsrettigheder og konkursret; mener, at der snarest muligt bør nedsættes en gruppe af eksperter på værdipapirområdet, der skal have til opgave indgående at undersøge de spørgsmål, der opstår i forbindelse med en harmonisering af værdipapirlovgivningen i EU og stille forslag til afhjælpning af konstaterede forskelle;

10. fastholder, at en yderligere målsætning skal være at få fjernet konkurrenceforvriddinger eller forskellig behandling af enheder, der gennemfører ensartede clearing- og afviklingsaktiviteter, og at en fuldstændigt EU-dækkende infrastruktur for clearing og afvikling forudsætter, at der skal være omfattende, transparent, fair og frem for alt effektiv adgang til systemerne;
11. foreslår et system med "kerne"-afviklingstjenester, som ud fra et juridisk synspunkt bør forvaltes som brugerejede tjenesteydelser, der er underkastet de bestemmelser, der gælder for ikke-profitsøgende instanser, dog med forbehold af det nødvendige investeringsbehov, hvilket vil indebære, at der opstår færre udgifter uden konkurrenceforvriddning, da agenterne samtidig er den bærende økonomiske kraft i selve strukturen; en sådan udformning vil kunne stimulere til lavere priser, tjenesteydelser af højere kvalitet og øget innovation, hvilket vil gøre det muligt for markedskræfterne at konsolidere den etablerede struktur med passende lovgivning på risikoområder;
12. foreslår, at det udelukkende skal være værdipapircentraler, der udfører infrastruktur-tjenester på området for national og grænseoverskridende afvikling af værdipapirer, medens "merværditjenesteydelser" leveres gennem en kontrolleret eller delt struktur, som skal forblive opsplittet, også ud fra et logistisk synspunkt; foreslår, at disse enheder kun skal kunne løbe en driftsmæssig risiko, idet enhver bankmæssig risiko er udelukket, og at de organiseres og kontrolleres på en sådan måde, at det sikres, at risikoen for afsmitning mellem de forskellige funktioner minimeres; ønsker, at de øvrige tjenester holdes klart adskilt og er underkastet tilsyn, så enhver konkurrenceforvriddning undgås;
13. opfordrer kraftigt Kommissionen til hurtigt at få afsluttet dens rundspørge om de konkurrencemæssige aspekter ved clearing- og afviklingssystemerne, så det sikres, at Fællesskabets konkurrencepolitik overholdes i denne sektor med hensyn til diskriminatorisk prisfastsættelse, eksklusivaftaler og fastsættelse af for høje priser;
14. mener, at samarbejdet mellem tilsynsmyndighederne bør øges for at sikre, at der gennemføres tilstrækkelig kontrol med clearing- og afviklingssystemerne, og at tilsynsmyndighederne samarbejder på et regelmæssigt grundlag, efter en fælles ramme, herunder regler for adgang, kontrol og enhedspas for fri etableringsret og frihed til at udføre tjenesteydelser;
15. glæder sig over ECB's og CESR's fælles indsats på området for clearing og afvikling og henstiller, at projektarbejdet afsluttes så hurtigt som muligt, og at dette initiativ og Giovannini-initiativet ikke indebærer overlappning med Kommissionens arbejde på området;



16. mener, at den enkleste måde at overvinde lovgivningsmæssige hindringer for og forskelle i bestemmelserne om enheder, der opererer inden for clearing og afvikling, på kort sigt er, at der udarbejdes et direktiv med en fælles ramme (godkendelse, regler for funktion, kontrol og samarbejde mellem de ansvarlige tilsynsmyndigheder samt enhedspas) for varetagelse af clearing- og afviklingsfunktionen, og på lang sigt indebærer, at der fastsættes en værdipapirkodeks;
17. pålægger sin formand at sende denne beslutning til Rådet, Kommissionen og medlemsstaternes parlamenter.

## BEGRUNDELSE

### 1. Indledning

Den 28. maj 2002 offentliggjorde Kommissionen en meddelelse med titlen "*Clearing og afvikling i Den Europæiske Union - Centrale politiske problemstillinger og fremtidige udfordringer*"<sup>1</sup>. Kommissionens meddelelse ligger i forlængelse af Giovannini-gruppens første rapport<sup>2</sup> fra november 2001, som pegede på kilderne til ineffektivitet i grænseoverskridende clearing- og afviklingssystemer i EU. Kommissionens meddelelse sætter fokus på hovedproblemerne og indkalder bemærkninger om den retning, EU's politik bør bevæge sig i.

Clearing og afvikling er de processer, hvorved transaktioner på værdipapirmarkedene afregnes endeligt:

- i. **Bekræftelse:** den pågældende handels betingelser og vilkår fastsættes af køber og sælger;
- ii. **Clearance:** beregning af købers og sælgers respektive forpligtelser (dvs. hvem skylder hvad);
- iii. **Levering:** værdipapirerne overgår fra sælger til køber;
- iv. **Betaling:** betalingsmidlerne leveres fra køber til sælger. Transaktionen er endeligt afregnet, når leveringen og betalingen har fundet sted.

Clearing og afvikling udgør et vigtigt element i alle (en gros og en detail) værdipapirtransaktioner og er derfor af grundlæggende betydning for en gnidningsfri afvikling af handlen på integrerede værdipapirmarkeder (man kunne kalde dem ryggraden i de finansielle markeder). Det er af største betydning, at der effektivt styres uden om de potentielt store risici i forbindelse med clearing- og afviklingssystemerne for at sikre stabiliteten i det finansielle system.

Trods den øgede efterspørgsel efter udenlandske værdipapirer siden indførelsen af euroen er EU's infrastruktur for clearing og afvikling i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner stadig fragmenteret. Denne fragmenterede infrastruktur betyder, at udgifterne til grænseoverskridende værdipapirtransaktioner er uforholdsmæssigt høje sammenlignet med nationale transaktioner. Giovannini-rapporten og Kommissionens meddelelse peger på mange hindringer for en effektiv grænseoverskridende clearing og afvikling, som skaber disse store udgifter og medfører ineffektivitet. Kommissionen foreslår en kombination af aktioner til løsning af spørgsmålet vedrørende fragmentering og høje udgifter og sikring af en effektiv risikostyring:

- **fjernelse af hindringer for endelig afregning af individuelle grænseoverskridende transaktioner:** hvordan problemerne vedrørende tekniske hindringer eller hindringer som

---

<sup>1</sup> KOM(2002) 257

<sup>2</sup> [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/giovannini/clearing\\_settlement\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm).

følge af markedspraksis, skattemæssige hindringer og retlige hindringer løses;

- **fjernelse af forvriddinger og begrænsninger i post-trade-rammebetingelserne i EU:** skabelse af ensartede konkurrencevilkår mellem institutioner, udvikling af adgang til og valg af clearing- og afviklingsprocesser samt udformning af en fælles tilsynsmæssig tilgang.

## **2. Nøglespørgsmål**

De punkter, der tages op i Kommissionens meddelelse, rejser adskillige nøglespørgsmål.

### **a) USA-modellen**

I USA har man ved lov oprettet Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), der omfatter såvel clearing- som afviklingssystemer. Denne struktur står i stærk kontrast til situationen i Europa, hvor der f.eks. findes ikke færre end 20 værdipapircentraler, der udøver afviklingsfunktioner. På baggrund af DTCC's omkostningseffektive clearinger og afviklinger forekommer oprettelsen af en infrastruktur ved lov at være en fristende mulighed. Det ville imidlertid nødvendiggøre et radikalt opgør med de nuværende strukturer i Europa, hvilket kunne give problemer på grund af de forskellige lovgivningsrammer.

### **b) En struktur med en almennyttig ikke-profitsøgende offentlig tjenesteydelsesinstans**

"Kerne"-afviklingstjenester bør forvaltes som almennyttige offentlige tjenesteydelsesinstanser (public utility services) med den begrundelse, at disse tjenester udfører offentlige tjenesteydelser. Disse "kerne"-tjenester bør ydes inden for særlige enheder, og der bør være en opsplitning af funktioner mellem de kommercielle ("merværditjeneste"-ydelser) og ikke-kommercielle funktioner ("kerne"-ydelser), både retligt og logistisk. Kerneafviklingstjenesterne bør forvaltes på et ikke-profitsøgende grundlag for at sikre interoperabilitet og transparente gebyrer, hvor brugerne får valuta for pengene.

### **c) Skabelse af ensartede konkurrencevilkår**

De nøgleprincipper, som vil skulle overholde, bør omfatte fulde og ikke-diskriminerende adgangsrettigheder, gebyrer af en rimelig størrelse, forebyggelse af ikke-konkurrencemæssig adfærd og hindring af udnyttelsen af en monopolstilling. Der er bred enighed om, at de faktorer bør fjernes, som medfører forvriddinger eller uligheder i behandlingen af de samme aktiviteter. Med ændringen af investeringsservicedirektivet (ISD) bør det blive tilladt at anvende en central medkontrahent/værdipapircentral i en anden medlemsstat.

Mange berørte parter erkender, at konkurrence på markedet for clearing og afvikling helt generelt kunne fremme lavere priser, kvaliteten og innovationsprocessen. Der har været en generel tendens til øget konkurrence mellem de forskellige aktører inden for clearing- og afviklingssystemerne med hensyn til afviklings-, depotforvaltnings- og "merværdi"-ydelser (f.eks. værdipapirudlån).

### **d) Mulige politiske redskaber**

Ikke-konkurrencemæssig adfærd kunne tages op i forbindelse med en streng håndhævelse af den gældende konkurrencepolitik. Mange gør f.eks. opmærksom på behovet for at få undersøgt tendensen til oprettelse af "vertikale siloer" ("eksklusivaftaler", hvor ejerne af en konkurrerende handelsplatform ejer den centrale medkontrahent/værdipapircentralen, og hvor der derfor ikke er andre post-trade muligheder at vælge mellem).

Effektiv virksomhedsstyring kunne sikre brugernes offentlige interesse med hensyn til adgang, valgmuligheder og interoperabilitet og sikre en forsvarlig ledelse af de enkelte virksomheder under hensyntagen til den finansielle stabilitet på finansmarkederne. Virksomhedsstyring kunne f.eks. omfatte oprettelse af brugerpaneler til at føre tilsyn med gebyrerne og sikre overholdelse af løfter om ikke at sætte disse i vejret. Dette kunne udmærket stå mål med DTCC-modellen, som ligeledes kontrolleres af brugerne.

#### **e) Prioritering af fjernelse af hindringer**

Mange markedshindringer vil kunne overkommes, hvis markedsorganisationerne koordinerer deres indsats, f.eks. i forbindelse med fjernelse af forskellene mellem informationsteknologisystemerne. Markedets deltagere bør samarbejde for at løse problemet med tekniske hindringer, da det er dem, der mest hensigtsmæssigt kan løse disse problemer.

De fleste berørte parter mener, at de skadeligste retlige hindringer er de nationale begrænsninger med hensyn til det sted, hvor clearing og afvikling foretages, og hvor værdipapirerne befinder sig. De kunne derfor udgøre et prioriteret mål for Kommissionen. Begge disse begrænsninger øger omkostningerne i forbindelse med grænseoverskridende clearing og afvikling og ser ud til at beskytte de nationale markeder. Skattemæssige hindringer er et område, der er særlig problematisk at få løst, og de kan derfor muligvis ikke prioriteres, da det vil være vanskeligt for medlemsstaterne at nå til enighed herom.

#### **f) Værdipapirkodeks**

Der er en bred erkendelse af, at gennemførelsen af PRIMA-princippet (Place of the Relevant Intermediary Approach), der i øjeblikket forhandles i forbindelse med den foreslåede Haag-konvention om værdipapirer i indirekte besiddelse (Hague Convention on Indirectly Held Securities), sandsynligvis vil lette problemet med lovkonflikter.

Etableringen af en fælles værdipapirkodeks kan forekomme at være et for ambitiøst mål på kort sigt, da der ville kræves en kolossal harmoniseringsindsats, som det ville være svært for medlemsstaterne at nå til enighed om, da de nationale værdipapirlovgivninger er knyttet til følsomme spørgsmål som ejendomsrettigheder, selskabsret og konkursret. Etableringen af en værdipapirkodeks kunne være et langsigtet mål, men ikke et mål, som det ville være muligt at gennemføre i praksis på kort eller mellemlang sigt.

Da etableringen af en værdipapirkodeks er et langsigtet mål for politikken, kunne der på mellemlang sigt udarbejdes en informerende redegørelse som vejledning til markedsdeltagerne om forskellene mellem medlemsstaternes lovgivning.

#### **g) Koordinering af tilsynet**

I betragtning af den potentielle grænseoverskridende konsolidering af clearing- og afviklingssektoren er det vigtigt at sikre et hensigtsmæssig tilsyn. De tilsynsførende i medlemsstaterne bør arbejde sammen på et systematisk grundlag med henblik på at sikre en egentlig risikostyring og stabilitet i det finansielle system.