

Nærheds- og grundnotat til Folketingets  
Europaudvalg

28. oktober 2010

**Forslag til Europa-Parlamentet og Rådets forordning vedrørende regulering af OTC-derivater, centrale modparter og centrale handelsdepoter - KOM(2010) 0484.**

Resumé

*Kommissionen har den 15. september 2010 fremsat et forslag til forordning vedrørende regulering af derivatmarkederne.*

*Det overordnede mål med forordningen er for det første at gøre over-the-counter (OTC)-derivatmarkederne mere sikre og gennemsigtige. Denne sikkerhed og gennemsigtighed skal konkret ske ved, at standardiserede OTC-kontrakter cleares gennem centrale modparter (CCP'er). Således reduceres modpartsrisikoen, dvs. risikoen for at den ene part misligholder sine forpligtelser. Desuden skal oplysninger om OTC-kontrakter indberettes til centrale handelsdepoter og samtidig være tilgængelige for tilsynsmyndighederne. I forlængelse heraf skal der stilles flere oplysninger til rådighed for markedsdeltagerne.*

1. Baggrund og indhold

En række større internationale finansielle virksomheders økonomiske vanskeligheder under den finansielle krise har bragt over-the-counter (OTC) derivaternes rolle i forbindelse med den finansielle stabilitet højt på dagsordenen.

Et derivat er et finansielt instrument, hvis værdi afhænger af udviklingen i det underliggende aktiv – eksempelvis aktier, obligationer, valuta eller lignende. Prædikatet ”OTC” derivat hentyder til, at derivatet ikke handles på et egentligt marked men direkte mellem parterne, f.eks. to banker. Det medfører dels, at detaljerne om OTC derivaterne kun kendes af de implicerede parter, dels at der er modpartsrisiko involveret i clearingens, idet den ene part kan lide tab, hvis den anden part ikke opfylder sin del af handlen. Med central clearing menes, at en clearingcentral garanterer for alle deltagerne og dermed sikrer, at derivathandler altid kan opfyldes.

I september 2009 enedes G-20 i Pittsburgh om, at alle standardiserede OTC derivatkontrakter skal cleares via centrale modparter senest ved udgangen af 2012. OTC derivatkontrakter skal desuden indrapporteres til centrale handelsdepoter (trade repositories). Endelig skal brugen af ikke-centralt clearede kontrakter begrænses og underlægges højere kapital-

krav. I sin meddelelse fra 20. oktober 2009 fastsatte Kommissionen sin plan om øget gennemsigtighed af derivatmarkederne og reduktion af modparts- og operationelle risici. Af meddelelsen fremgik også Kommissionens intentioner om at fortsætte med lovgivningsforslagene i 2010 med det formål at sikre implementering af G-20 landenes aftale i Pittsburgh..

Kommissionen har den 15. september 2010 fremlagt et forslag til en forordning om OTC derivater, centrale modparter og centrale handelsdepoter.

EU-kommissionen ønsker tvungen centralisering af clearingen af standardiserede OTC derivater via centrale modparter for dermed at opnå større afviklingssikkerhed. En central modpart garanterer således for alle deltagerne, hvilket sikrer opfyldelse af derivathandlerne.

I samarbejde med branchen skal det på EU niveau defineres nærmere, hvilke OTC derivater der skal standardiseres og dermed er egnede til central clearing.

Krav om rapportering vil blive øget. Al nødvendig information om markedsdeltagernes OTC derivatporteføljer skal indrapporteres til centrale handelsdepoter for at øge overblikket over og tilsynet med OTC derivaterne, herunder følge omfanget af gearingseffekterne. I dag foregår hovedparten af handlerne bilateralt, og dermed kendes detaljerne kun af de implicerede parter.

Kapitaldækningsreglerne vil blive påvirket af de nye regler. Ved bilateral clearing af OTC derivater mellem to parter vil den ene part alene skulle dække eventuelt tab på modparten. Den forøgede risiko vil derfor medføre, at der bliver krævet større kapitalkrav.

Der vil blive foretaget regulering af centrale modparter (tilladelse, kapitalkrav, krav til risikostyring m.v.), og der stilles krav om omfattende tilsynsmæssigt samarbejde på tværs af landene. Godkendelsen af og tilsynet med de centrale modparter skal foretages af tilsynsmyndigheden i det land, hvor den centrale modpart er etableret. Myndighederne i andre EU-lande, hvor den centrale modpart agerer, vil have en rolle i det "college", der bliver oprettet. Som følge af de centrale modparters aktiviteter på tværs af landene vil den centrale europæiske tilsynsmyndighed på værdipapirområdet (ESMA) komme til at spille en central rolle i forbindelse med godkendelserne. Tilsynet med centrale handelsdepoter bliver et anliggende for ESMA.

Ikke-finansielle virksomheder er i princippet undtaget fra forslaget, men vil blive omfattet af reglerne, såfremt deres beholdning af OTC derivater når et fastlagt højt niveau, og de vurderes at være systemisk vigtige. Denne vurdering foretages af Kommissionen.

## 2. Europa-Parlamentets holdning

Europa-Parlamentet har endnu ikke startet behandlingen af derivatforordningen men vil efter al sandsynlighed starte behandlingen i starten af november 2010.

Ordføreren i Europa-Parlamentet, Werner Langen, har tidligere på året udarbejdet en rapport til udkast til Europa-Parlamentets holdning til den kommende regulering. Det er den overordnede holdning, at der er behov for restriktiv regulering af derivatmarkederne. Samtidig er det Europa-Parlamentets holdning, at der skal være europæisk koordineret tilsyn med disse markeder. ESMA skal have en styrket rolle i denne sammenhæng.

## 3. Nærhedsprincippet

Det er Kommissionens vurdering, at målene med forordningsforslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne alene. Målene med forslaget opnås derfor bedst på fællesskabsniveau. Forslaget har navnlig til formål at øge retssikkerheden og gennemsigtigheden i forbindelse med derivathandler. Da derivathandler meget ofte har en grænseoverskridende dimension, kan tiltagene bedst gennemføres på EU-plan.

Det er den danske regerings foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da ensartede konkurrencevilkår og forbrugerbeskyttelse i EU samt øget grænseoverskridende konkurrence fordrer fælles regler.

Derivathandler foregår på forskellige europæiske platforme, og derfor er der behov for en koordineret og ensartet regulering på dette område. Mangel på harmoniserede regler kan resultere i, at handlerne flyttes til platforme med mindre restriktive krav.

## 4. Gældende dansk ret

Gældende dansk ret på området er kapitel 15 i værdipapirhandelsloven om clearingvirksomhed. Herudover gælder værdipapirhandelslovens § 8a, hvor udenlandske clearingcentraler kan opnå godkendelse til udøvelse af clearingvirksomhed i Danmark, hvis clearinggen kan gennemføres på en for det danske marked forsvarlig måde.

## 5. Høring

Forslaget er sendt i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 6. oktober 2010.

### Generelle bemærkninger

Finansrådet (FR) og Børsmæglerforeningen (BF) mener ikke, at regulering af derivater må resultere i, at det ikke længere er muligt for de finansielle virksomheder at skræddersy produkter til deres kunder. Derudover mener

FR og BF, at omkostningerne for indirekte clearingdeltagere ikke må være så høje, at det kan forværre denne gruppes situation.

FR og BF mener ligeledes, at Kommissionen bør analysere, hvilke konsekvenser det får, hvis indføring af central clearing for standardiserede OTC-derivater indebærer, at behovet for sikkerhedsstillelse øges for de tilgodehavender, der kommer fra ikke-clearede mellemværender. FR og BF frygter, at omkostningerne ved bilaterale positioner resulterer i, at virksomheder ikke længere har mulighed for at hedge deres risici, hvilket kan skade virksomhedernes udvikling og den økonomiske vækst. FR og BF tilføjer, at såfremt opdelingen tillægges de øgede kapitalkrav og krav til håndtering af bilaterale positioner, vil omkostningerne stige betydeligt og påvirke brugen af ikke-clearingsegnete produkter.

Dansk Industri (DI) er af den principielle holdning, at ikke-finansielle virksomheder bør blive undtaget fra forslaget. DI understreger, at ikke-finansielle virksomheder ikke handler derivater i spekulationsøjemed, og at disse derivatkontrakter sjældent egner sig til central clearing. Såfremt ikke-finansielle virksomheder bliver omfattet, skal de fortsat kunne gøre brug af individualiserede derivater, som kan tilpasses den enkelte virksomheds risikoprofil i markedet.

Landbrug og Fødevarer (LF) bakker op om intentionen om en styrket regulering af derivatmarkedet. Denne regulering må dog ikke ske på bekostning af et fremtidigt velfungerende marked for prissikring.

LF ønsker ikke, at ikke-finansielle virksomheder skal omfattes af forordningen. Men Kommissionen lægger op til, at ikke-finansielle virksomheder, der udgør en systemisk risiko, skal omfattes. Her efterlyser LF klare grænser for, hvilke landbrugsråvarer der her tænkes omfattet. Dansk Energi (DE) er enig i, at forordningen kun bør gælde ikke-finansielle virksomheder, der udgør systemiske risici. DE understreger, at det er ESMA, der skal definere, hvornår der er tale om systemiske risici. Derfor er det vigtigt for DE, at ESMA inddrager energiselskabernes synspunkter, før der træffes beslutninger på dette område.

LF understreger behovet for, at der bliver større gennemsigtighed på markedet for landbrugsvarer og støtter derfor idéer om øget indberetning og offentliggørelse af handler på børser med videre. LF påpeger samtidigt, at mange markedsdeltagere på fødevarerområdet er mindre virksomheder, og indberetningskravene skal derfor være afbalancerede.

Nationalbanken (NB) noterer i sit høringssvar, at der mangler en diskussion fra Kommissionens side af den koncentration af risici, der vil finde sted ved at påkræve meget mere clearing gennem centrale modparter.

### Konkrete bemærkninger

Finansrådet (FR) og Børsmæglerforeningen (BF) påpeger, at det er vigtigt i forbindelse med, at ESMA skal notificere Kommissionen vedrørende derivater (under top-down processen), at der gennemføres en markedskonsultation for at have markedsdeltagernes input med i vurderingerne.

Derudover fremhæver FR og BF også, at CCP'ernes risikokomiteer skal styrkes. Deres rolle skal være stærkere end blot rådgivende. Samtidig bør ESMA sikre, at produkter, som på objektivet grundlag er fundet uegnede til central clearing, fremgår af en offentlig liste.

Ydermere er det helt centralt for FR og BF, at ansvaret for, hvorvidt en transaktion er omfattet af clearingforpligtelsen, alene påhviler den ikke-finansielle virksomhed, da den finansielle virksomhed, som måtte være modpart i transaktionen, ikke har mulighed for at kontrollere dette.

I forhold til kapitalkravene til CCP'er er kravet i forordningen 5 millioner EURO. Dette er efter FR's og BF's mening alt for lidt, - CCP'ernes systemiske risici taget i betragtning.

Afslutningsvis ønsker FR og BF, at afvisning af interoperabilitetsarrangementer skal begrundes skriftligt og forelægges ESMA.

Danmarks Rederiforening (DRF) mener, at derivatkontrakter foretaget af ikke-finansielle modparter skal undtages fra oplysningsforpligtelser, da byrderne herved vil overstige det behov, myndighederne måtte have for at få dem klarlagt.

Derudover ønsker DRF en præcisering af, at oplysningsforpligtelserne for derivater, der skal cleares, bliver pålagt CCP'en.

Dansk Industri (DI) finder, at begreberne "information threshold" og "clearing threshold" er for ukonkrete. Det er uklart, hvilke ikke-finansielle virksomheder, der vil blive omfattet. Hertil ser DI dog positivt på, at derivatkontrakter med det formål at minimere en konkret risiko i forbindelse med kommercielle aktiviteter ikke er omfattet.

Det er afgørende for Landbrug og Fødevarer (LF), at andelsselskaber og andre selskaber i fødevarersektoren kan fortsætte med at handle prissikringskontrakter på vegne af deres medlemmer/kunder, når det falder indenfor deres forretningsområde, uden at de skal registreres som finansielle virksomheder.

Slutteligt mener LF, at diskussionen om et mere velfungerende marked for derivater på landbrugsområdet og en mere markedsorienteret landbrugspolitik har som en klar forudsætning, at der skabes et objektivet og solidt datagrundlag.

Dansk Energi (DE) mener, at flere elementer i forordningen, bør præciseres. For det første, bør det fremgå tydeligere, hvad der sker, hvis en virksomhed har været over grænserne for clearing, for derefter at ryge under grænserne igen. For det andet finder DE, at det er uklart, hvorvidt ikke-finansielle virksomheder skal klare handler med andre ikke-finansielle virksomheder. Der skal samtidig ske en præcisering af, at kun virksomheder i 3. lande, der ligner finansielle virksomheder eller virksomheder, der overskrider grænseværdierne, skal klare.

Endelig understreger DE, at forpligtelser til at anvende risikobegrænsnings tiltag kun bør finde anvendelse, såfremt modparten også er omfattet af forordningen.

## 6. Forhandlingssituationen

Forhandlingerne er påbegyndt den 7. oktober 2010. Der forventes en række møder under det belgiske formandskab, der udløber med udgangen af 2010.

Overordnet støtter medlemsstaterne initiativet til regulering af derivatmarkederne.

Der er divergerende holdninger i forhold til, hvor mange beføjelser der skal overdrages til ESMA. Flere lande mener, at det er op til hjemlandsmyndighederne at godkende en CCP. Omvendt finder andre lande, at denne kompetence skal ligge hos ESMA.

## 7. Foreløbig dansk holdning

Danmark støtter generelt Kommissionens forslag til forordning.

Hensigten er at få så mange derivater som muligt standardiseret, da de er egnede til clearing og efter forslaget skal klare. Imidlertid må det ikke føre til, at det ikke er muligt for de finansielle virksomheder at skræddersy produkter til deres kunder.

Omkostningerne ved at være indirekte deltager ved afvikling via en central modpart bør ikke være så høje, at de mindre og mellemstore finansielle virksomheders konkurrencesituation forværres.

Danmark støtter, at ikke-finansielle virksomheder som udgangspunkt ikke bliver omfattet af reguleringen. Danmark støtter en præcisering af, i hvilke tilfælde ikke-finansielle skal omfattes, som følge af deres betydning for den systemiske risiko på de finansielle markeder.

Danmark støtter, at ESMA får en koordinerende rolle, og at ESMA får øgede beføjelser i forhold til at overvåge derivatmarkederne.

Danmark arbejder for en afklaring af, hvilke omkostninger/sikkerhedsstillelser, der vil være forbundet med derivater, der ikke cleares centralt, og for at disse ikke bliver for høje.

#### 8. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Selve forordningen vil kræve lovændringer, da gældende dansk ret på væsentlige punkter, herunder for så vidt angår clearingcentraler, der indtræder som central modpart, vil blive erstattet af forordningen.

Der eksisterer i dag ikke en dansk central modpart. I Danmark cleares alle large cap aktiehandler på NASDAQ OMX via den hollandske centrale modpart EMCF (European Multilateral Clearing Facility). Det gælder ikke kun børshandler, men også handler via multilaterale handelsfaciliteter.

Børshandlen med og clearing af børsnoterede futures og optioner på danske værdipapirer foregår via NASDAQ OMX og drives fra Stockholm, hvor NASDAQ OMX Derivatives Markets indtræder som central modpart.

Forordningen forventes at medføre statsfinansielle konsekvenser som følge af, at Finanstilsynet skal deltage i tilsynet med centralerne på europæisk niveau. Hvis der i fremtiden skulle blive etableret en clearingcentral i Danmark, skal der også føres tilsyn med denne. Omkostningerne vil blive finansieret af den finansielle sektor.

#### 9. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Anvendelse af centrale modparter og standardiserede OTC derivater vil alt andet lige medføre lavere modpartsrisici, idet en central modpart garanterer for alle markedsdeltagerne, således at det sikres, at alle derivat handler opfyldes. Dette bidrager til den finansielle stabilitet. Omvendt vil brugen af centrale modparter give en koncentration af risici på den centrale modpart.

Idet OTC derivatporteføljer indrapporteres til centrale handelsdepoter, vil myndighederne få større overblik over markedet og navnlig omfanget af gearingseffekterne.

Ved fastsættelse af høje fælleseuropæiske krav til clearingcentralerne sikres det, at der ikke er clearingcentraler, der er for lavt kapitaliserede eller har for dårlig styring af sine risici.

#### 10. Administrative og økonomiske konsekvenser for erhvervslivet

Kommissionen vurderer generelt, at forslagene om flere rapporteringskrav vil påføre den finansielle sektor ekstra byrder.

Kommissionen vurderer generelt, at prisen på hedging vil stige som følge af de nye regelsæt, samt at erfaringen fra finanskrisen viser, at priserne har været for lavt sat.

#### **11. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.