



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 3.7.2009
KOM(2009) 332 endelig

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder

{SEK(2009) 905 endelig}
{SEK(2009) 914 endelig}

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder

(EØS-relevant tekst)

1. INDLEDNING

I forbindelse med den aktuelle finanskriser er derivater kommet i reguleringsmyndighedernes søgelys. Bear Sterns, der var tæt på at kollapse i marts 2008, Lehman Brothers' fallit den 15. september 2008 og redningen af AIG den 16. september satte i relief, hvor stor en rolle derivater spiller i almindelighed og credit default swaps (CDS) i særdeleshed.

Der er bred enighed om de fordele og risici, der er forbundet med derivatmarkederne, således som finanskrisen har illustreret. I rapporten fra den højtstående gruppe under ledelse af Jacques de Larosière blev der peget på de risici, der knytter sig til den eksplosionsagtige udvikling i anvendelsen af kreditderivater, og på nødvendigheden af at forbedre markedets gennemsigtighed. Med henblik herpå anbefaledes det i rapporten at tage initiativ til at forenkle og standardisere over-the-counter-derivater (OTC-derivater) og indføre central modpartsclearing (CCP-clearing). På G20-topmødet i London i april blev det besluttet at forbedre standardiseringen og stabiliteten på kreditderivatmarkederne, navnlig ved at introducere centrale clearingmodparter, der er omfattet af effektiv regulering og effektivt tilsyn. På Det Europæiske Råds møde den 19. juni 2009 efterlystes også yderligere fremskridt for at sikre mere gennemsigtige og stabile derivatmarkeder.

Siden oktober 2008 har Kommissionen arbejdet aktivt på at foretage en grundig gennemgang af derivatmarkederne. Som bebudet i meddelelsen "Fremdrift i den europæiske genopretning" vil resultaterne af denne gennemgang blive fremlagt i nærværende meddelelse, og der skabes grundlag for de foranstaltninger, der skal træffes for at afhjælpe de konstaterede problemer. Sideløbende hermed vil Kommissionen fortsat samarbejde konstruktivt med branchen for at sikre, at den opfylder sin forpligtelse til at indføre et EU-baseret centralt clearingsystem inden udgangen af juli 2009. Ved udformningen af følgefóranstaltningerne vil Kommissionen fuldt ud tage højde for branchens egne initiativer.

Denne meddelelse ledsages af et arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, som indeholder en oversigt over i) derivatmarkeder, ii) OTC-derivatmarkedssegmenter og iii) en vurdering af effektiviteten af de aktuelle foranstaltninger til nedsættelse af risiciene, især i forbindelse med credit default swaps (CDS).

Kommissionen vil gerne have tilbagemeldinger fra interessenterne om retningslinjerne i denne meddelelse og især om de specifikke spørgsmål, der er nærmere beskrevet i det medfølgende høringsdokument. Kommentarer bedes sendt til Kommissionen inden udgangen af august 2009.

2. DERIVATER OG DERIVATMARKEDER

I dette kapitel gøres der rede for, hvad der forstås ved derivater, og hvilke fordele og risici de indebærer for økonomien. Risiciene har således spillet en afgørende rolle i finanskrisen.

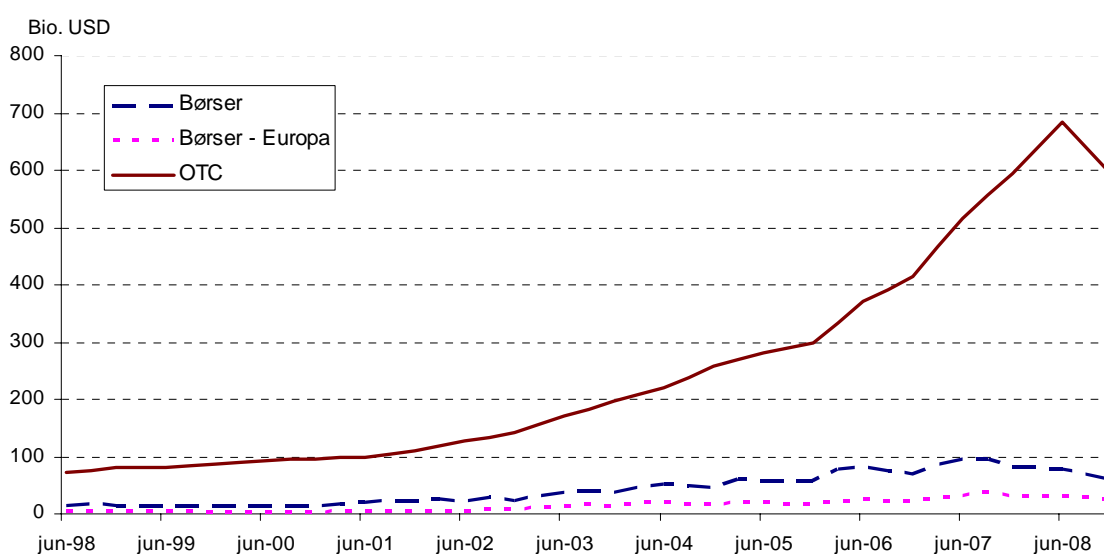
2.1. Hvad er derivater?

Derivater er finansielle kontrakter om handel med og omfordeling af risici, der er genereret i den reale økonomi, og er derfor vigtige redskaber for de økonomiske aktører til overførsel af risici. De kan anvendes til både at afdække risici og erhverve risici med det formål at opnå gevinst. De kaldes derivater, fordi deres værdi afledes af et underliggende aktiv, f.eks. et finansielt instrument, en vare, en markedsvariabel eller endog en tjenesteydelse.

Der er talrige eksempler på derivater. Nogle er standardprodukter (f.eks. futures), mens andre ikke er, da hver kontrakt er afpasset efter specifikke brugerbehov (f.eks. swaps). De standardiserede derivater handles typisk i organiserede handelssystemer, hvor priserne offentliggøres (f.eks. derivatbørser), mens de ikkestandardiserede derivater handles uden for børsen (eller over-the-counter - OTC), hvor priserne ikke bliver offentliggjort.

De har fået en kolossal udbredelse i løbet af de sidste ti år. Denne vækst har udmøntet sig i OTC-handler, som det fremgår af følgende figur:

Derivatmarkedernes størrelse på og uden for børsen

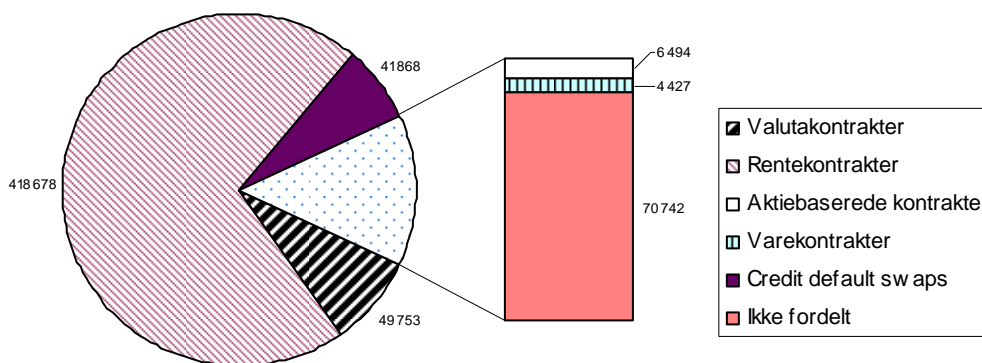


Anmærkning: Figuren viser den pålydende værdi af de udestående kontrakter i markedssegmenterne på og uden for børsen angivet i bio. USD i perioden 1998-2008. Der er vist den internationale udvikling, og de europæiske børseres markedsandel er angivet særskilt (der findes ingen tilsvarende geografisk opdeling af OTC-data). Kilde: Den Internationale Betalingsbank (BIS).

OTC-derivaterne opdeles almindeligvis i fem store segmenter: valutaderivater, rentederivater, aktiederivater, varederivater og kreditderivater, hvoraf credit default swaps er de vigtigste. Nedenstående figur viser disse segmenters relative vægt. I kapitel 3 i arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene gennemgås disse segmenter mere indgående, og der gives en beskrivelse af de forskellige typer OTC-derivater og de risici, de er behæftet med.

OTC-derivater fordelt på markedssegmenter

Pålydende værdi af de udestående kontrakter i bio. USD, december 2008



Kilde: BIS (2009)

2.2. Derivaterne er til fordel for økonomien...

En økonomi kan ikke blomstre, hvis ingen er villig til at påtage sig en risiko. En iværksætter, der starter en virksomhed, løber risikoen for at gå fallit. En bank, der låner penge til denne virksomhed, risikerer, at lånet ikke bliver fuldt tilbagebetalt. Hvis iværksætteren imidlertid ikke starter virksomheden, vil sparereren, der har placeret sine midler i banken, have færre chancer for at opnå et passende afkast af sine penge. Sparereren ved, at jo større afkastet er, jo større er risikoen ved det projekt, denne er med til at finansiere. Finansieringen af investeringsprojekter afhænger således af, om nogen er villig til at løbe den dermed forbundne risiko. Ingen ønsker at løbe for stor en risiko, og det er derfor en fordel at dele risikoen.

Her spiller derivater en rolle. Ved hjælp af disse deles eller omfordes risici, og de kan anvendes som beskyttelse mod en bestemt risiko (afdækning) eller som et instrument til at tage spekulative positioner. Navnlig erhvervsvirksomheder som luftfartsselskaber, fabrikanter mv. benytter derivater til at dække risikoen for prisstigninger på de basisprodukter, de anvender i driften af deres virksomhed, og til bedre at planlægge deres fremtidige behov.

2.3. ...men kan udsætte den for risici...

Institutioner, der deltager i derivatmarkederne, kan afdække eller "hedge" risici ved hjælp af derivater. Er risiciene afdækket på OTC-markeder, er det, fordi der ikke foreligger offentligt tilgængelige oplysninger om disse markeder, vanskelig for markedsdeltagere og tilsynsmyndigheder at vurdere, om disse risici er blevet effektivt afdækket.

Når derivathandlere hverken er markedsdeltagere eller har interesse i de underliggende instrumenter, øges spekulatationen, volatiliteten og risiciene i systemet. Derivater kan således anvendes til at gear balancen hos de selskaber, som handler på derivatmarkederne, eftersom de giver markedsdeltagere mulighed for at tage positioner med mindre kapital end i de tilfælde, hvor der investeres på spotmarkederne.

Hvis tilmed en modpart går fallit, kan det være vanskeligt at finde andre modparter til at overtage risikoafdækningen. Disse kan enten selv være i vanskeligheder eller være tilbageholdende med at indgå en handel, som kan være forbundet med større usikkerhed. På markeder med få deltagere forstærkes dette problem.

Kort sagt er det ved indgåelsen af en OTC-kontrakt vanskeligt at *vurdere* risikoen for, at en modpart går fallit. På tæt forbundne finansmarkeder vil en sådan vurdering i princippet kræve, at hver markedsdeltager har et indgående kendskab til alle de øvrige markedsdeltagere. Da kun få oplysninger fra OTC-markeder offentliggøres, vil et sådant kendskab være utilstrækkeligt.

CDS er i alle henseender særligt risikobehæftede. Mens derivater i de fleste tilfælde afhænger af observerbare markedspriser (f.eks. renter eller valutakurser), forholder det sig anderledes med CDS. Den risiko, de afdækker - kreditrisikoen - er ikke umiddelbart observerbar, men kræver specifikke oplysninger om låntageren, som almindeligvis kun bankerne råder over. Inden for de seneste årtier er kreditrisici imidlertid blevet lettere at omsætte, bl.a. via securitisation. Det er stadig vanskeligt at vurdere risikoen, hvilket kan føre til situationer, hvor markedet pludselig oplever massive fallitter. Hertil kommer, at risiciene i forbindelse med CDS yderligere forstærkes af, at de dermed forbundne potentielle forpligtelser kan være ekstremt store¹. Disse risici er ikke begrænset til CDS: Det gælder alle derivater, omend i mindre dramatisk omfang.

2.4. ... som finanskrisen tydeligt har vist

Finanskrisen har illustreret, at disse risici ikke kun er teoretiske, men også reelle. Bear Sterns, Lehman Brothers og AIG var betydningsfulde deltagere på OTC-derivatmarkederne som dealere og/eller brugere af OTC-derivater. De problemer, de stødte på, havde deres oprindelse uden for OTC-derivatmarkederne. De overførtes til derivatmarkedet via CDS-kontrakter, disse tre institutioner havde indgået, og på grund af disse institutioners centrale rolle på alle OTC-derivatmarkeder var de ikke kun begrænset til CDS'er, men bredte sig til hele verdensøkonomien. Markedets uigennemsigtighed forhindrede de andre markedsdeltagere i at vide nøjagtigt, i hvilket omfang deres modparter var eksponeret i forhold til disse tre enheder, hvilket resulterede i mistillid og i en pludselig likviditetsmangel. Dette forhindrede også reguleringsmyndighederne i på et tidligt tidspunkt at identificere de risici, der var ved at blive akkumuleret i systemet, i hvilket omfang risiciene blev koncentreret og dermed de konsekvenser, deres fallit ville få for den finansielle stabilitet. Den begrænsede regulering af markedet forstærkede problemet, eftersom tilsynsmyndighederne ikke rådede over tilstrækkelige oplysninger.

Kort sagt har krisen blotlagt, hvordan derivater i almindelighed og CDS i særdeleshed har opbygget et net af gensidig afhængighed, som det er vanskeligt at forstå, udrede og dæmme op for umiddelbart efter en fallit. Krisen har således tydelig vist, at OTC-derivatmarkedernes særkender - indgåelse af kontrakter direkte mellem køber og sælger med begrænset offentlig adgang til oplysninger herom, det komplekse net af gensidig afhængighed, vanskelighederne

¹ Pengestrømme i forbindelse med CDS er ikke kontinuerlige, dvs. selv om sælgeren af en CDS under normale forhold modtager en jævn strøm af gebyrer, løber han alligevel en risiko for, at den virksomhed, som CDS'en er baseret på, går fallit, hvilket tvinger ham til at udbetale det fulde pålydende beløb minus værdien af den misligholdte obligation. Dette har fået nogle til at misbruge CDS som finansieringsinstrument.

ved at forstå risicienes art og omfang - øger usikkerheden i perioder med pres på markedet og dermed bringer den finansielle stabilitet i fare.

3. STYRING AF MODPARTSRISICI

Disse risici kan begrænses ved den måde, hvorpå de forskellige funktioner under og efter handelen struktureres. I handelsfasen kan risiciene reduceres ved at forbedre den operationelle effektivitet, f.eks. ved elektronisk gennemførelse, accept og bekræftelse af handelen². Derved ville gennemførelsen af OTC-handler bedre kunne sidestilles med den måde, hvorpå transaktioner afvikles på børsen. Forud for finanskrisen fokuserede reguleringsmyndighederne på at forbedre den operationelle effektivitet, hvilket bl.a. har resulteret i, at CDS i dag i højere grad accepteres og bekræftes elektronisk.

Operationel effektivitet er nødvendig, men er i sig selv ikke tilstrækkelig. For at kunne begrænse ovennævnte risici effektivt er det nødvendigt også at forbedre funktionerne efter handelen, især clearing. Clearing gør det muligt at reducere ovennævnte risici og spiller derfor en vigtig rolle på derivatmarkederne. Clearing kan enten ske bilateralt mellem de to modparter i en bestemt transaktion eller centralt via en central modpart (CCP). Ved handler på børsen varetages clearing udelukkende via CCP. Uden for børsen er bilateral clearing stadig det normale, selv om CCP også forekommer i nogle markedssegmenter (primært renteswaps).

- **Bilateral clearing:** De to modparter har oftest indgået aftaler om sikkerhedsstillelse, som indeholder bestemmelser om regelmæssig overvågning af udviklingen i kontraktens værdi for at kunne styre deres respektive krediteksponering over for hinanden. Udvikler værdien sig på en sådan måde, at den ene part får opbygget et krav mod modparten, kan førstnævnte kræve sikkerhedsstillelse. Sikkerhed er af stor betydning for at reducere kreditrisikoen, men det er nødvendigt at afklare clearingrelationerne med en lang række modparter. Dette komplekse bilaterale netværk gør det vanskeligt for en institution at vurdere sin egen krediteksponering i betragtning af dens modparter indbyrdes eksponering for slet ikke at tale om at vurdere dominoeffekten af en modparts fallit.
- **CCP-clearing:** En CCP indgår i enhver handel som modpart over for køber og som modpart over for sælger. Begge handelspartnere indgår således forpligtelser over for CCP, og deres risikoeksponering er nu koncentreret hos en og samme modpart. Der er en lang række fordele ved at anvende CCP. En CCP er i virkeligheden en gensidig forsikring med gensidige beskyttelsesmekanismer. Sikkerhedsstillelsen gøres enklere, da det er CCP, som samler og administrerer sikkerhedsstillelsen. Ordningen er også sikrere, da CCP er den centrale garant og er en institution, der udelukkende koncentrerer sig om styring af risici med flere beskyttelseslag. Dette fokus udelukkende på risikostyringen gør CCP til en neutral part. Som central part er det lettere for CCP at vurdere og styre risici. Hertil kommer, at koncentrationen af oplysninger hos CCP også gør det lettere for myndighederne at føre tilsyn med risiciene. I kraft af CCP's systemiske rolle er det af stor betydning, at den drives professionelt, råder over rigelig kapital og reguleres godt for at kunne fungere sikkert og pålideligt³.

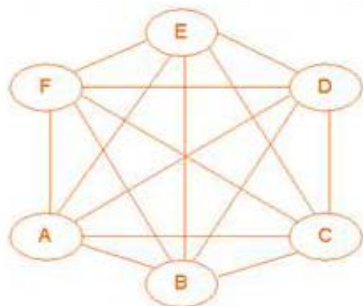
² Jf. medfølgende arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, punkt 2.2, angående nærmere beskrivelse af disse begreber.

³ Jf. medfølgende arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, punkt 2.4.2, angående nærmere beskrivelse af CCP-clearing.

Bilateral clearing kontra CCP-clearing

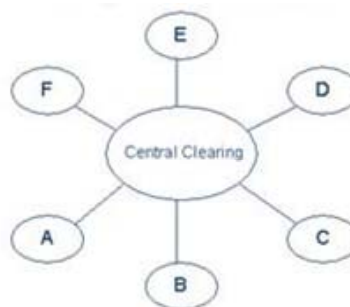
Bilateral clearing

- Net af modpartseksponeringer
- Komplekse bevægelser i sikkerhedsstillelse
- Potentiel dominoeffekt af en derivathandlers fallit



CCP-clearing

- Hub and spoke med central garant
- Alle bevægelser i sikkerhedsstillelse til/fra CCP
- CCP med tilstrækkelig kapital til at modstå en derivathandlers fallit



Med disse fordele kan det undre, hvorfor markedsdeltagerne ikke alle anvender CCP-clearing. Den første og mest nærliggende grund er, at sikkerhed koster penge for deltagerne, eftersom de må bidrage til finansieringen af CCP's forskellige beskyttelseslag. For det andet forbedrer CCP gennemsigtigheden, idet alle markedsdeltagere får adgang til oplysningerne til ulempe for dem, som hidtil har nydt godt af denne informationsfordel (større OTC-derivathandlere). Dog bør det nævnes, at en CCP ikke altid kan anvendes. Det kræver nemlig, at en række forudsætninger primært vedrørende likviditet og standardisering er opfyldt. Da ikke alle OTC-derivater opfylder de nødvendige forudsætninger for CCP-clearing, vil Kommissionen ligeledes bestræbe sig på at forbedre styringen af modpartsrisici i bilaterale handler.

Når alt kommer til alt, afhænger de risici, som er forbundet med derivater, af markedsstruktureren. Generelt er OTC-markeder meget mere risikobetonede end de regulerede handelssystemer, da de førstnævnte er mere uigennemsigtige og modpartsrelationerne mere komplekse. Effektiviteten af de instrumenter, der benyttes til at reducere den bilaterale modpartsrisiko, samt den måde, hvorpå modpartsrisikoen reduceres, bør forbedres væsentligt.

4. FORANSTALTNINGER, SOM KOMMISSIONEN ALLEREDE HAR TRUFFET FOR AT FORBEDRE DEN FINANSIELLE STABILITET PÅ DERIVATMARKEDERNE

Mens derivaterne er omfattet af EU's regler om finansielle tjenesteydelser er der med den voldsomme vækst i derivatmarkederne, det stigende omfang af spekulative positioner baseret på derivater og de ikkeregulerede institutioners øgede deltagelse på derivatmarkederne god grund til at se nærmere på vores lovgivning. Efter udbruddet af finanskrisen har Kommissionen handlet hurtigt og taget initiativ til at sætte ind over for de mest presserende og akutte risici, der er forbundet med derivater.

Hvad angår CDS opfordrede kommissær McCreevy i oktober 2008 for det første til i) at foretage en systematisk gennemgang af derivatmarkederne i tilknytning til de indhøstede erfaringer fra finanskrisen og ii) at fremsætte konkrete forslag til reducere af de risici, der er

forbundet med kreditderivater⁴. Som et resultat heraf forpligtede CDS-handlere sig til at påbegynde clearing af egnede CDS baseret på europæiske referenceenheder og indeks for disse enheder via en eller flere europæiske CCP'er inden udgangen af juli 2009⁵.

For det andet er der taget højde for nogle af problemerne i forbindelse med securitisation og overdreven risikooverførsel og fejlvurdering af risici ved gennemgangen af kapitalkravsdirektivet⁶. Ifølge forslaget skal selskaber (kaldet ordregivere), som omgrupperer lån til omsættelige værdipapirer, bibeholde en del af den risiko, som er forbundet med disse værdipapirer, mens selskaber, som investerer i værdipapirerne først bør træffe investeringsbeslutningen efter at have udvist rettidig omhu. Undlader de det, vil kapitalkravene blive strammet væsentligt.

For det tredje hvad angår den systemiske risiko, der er forbundet med spekulationshandel, vedtager Kommissionen snart et forslag om de kapitalkrav, der gælder for kreditinstitutters handelsbeholdning og for securitisations- og gensecuritisationspositioner. De øgede kapitalkrav i forslaget vil højst sandsynligt kunne forhindre, at kreditinstitutterne tilskyndes til overdreven kortsigtet risikotagning.

For det fjerde er Kommissionen i færd med at revurdere sin fremgangsmåde ved tilsynet med de finansielle markeder. Ved at foreslå oprettelsen af en europæisk finansiel tilsynsmyndighed på makroplan giver Europa sig selv mulighed for at identificere overdrevne risici, som er ved at blive opbygget i systemet, og tage initiativ til at inddæmme sådanne risici. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici vil komme til at spille en vigtig rolle, når det drejer sig om at forhindre, at de risici, der er forbundet med derivatmarkederne, vil skabe problemer i hele det finansielle og økonomiske system.

For det femte da kreditvurderingsbureauerne ikke på tilfredsstillende måde vurderede de risici, som var knyttet til de komplekse instrumenter, bl.a. som følge af de interessekonflikter, der er indbygget i "udstederen-betaler-modellen", blev det klart, at det var nødvendigt at fastsætte regler for sådanne bureauer. I april 2009 vedtog Rådet og Europa-Parlamentet en af Kommissionen foreslået forordning, hvorefter kreditvurderingsbureauer skal overholde strenge standarder vedrørende integritet, kvalitet og gennemsigtighed og vil blive underkastet løbende tilsyn af offentlige myndigheder⁷.

Endelig har Kommissionen foreslået et direktiv om hedgefonde og forvaltere af andre alternative investeringsfonde (AIFM), hvorved der indføres en omfattende og effektiv

⁴ McCreevy, C. (2008). "Time for regulators to get a better view of derivatives" 17. oktober 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Den 17. februar 2009 forpligtede ni globale derivathandlere (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) sig til at benytte en eller flere centrale modparter i Den Europæiske Union, når de er blevet oprettet som systemer i henhold til direktivet om endelig afregning (98/26/EF) for at i) klare CCP-egnede CDS udstedt af europæiske referenceenheder og indeks baseret på disse enheder og ii) stille udestående egnede kontrakter til rådighed. Efterfølgende har endnu en derivathandler (Nomura) indgået samme forpligtelse. Initiativet er blevet støttet af European Banking Federation, European Public Banks Board og andre europæiske bankforeninger.

⁶ KOM(2008) 602 endelig - COD(2008) 191 om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF om banker tilsluttet centrale organer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring.

⁷ Europa-Kommissionens "Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om kreditvurderingsbureauer", KOM(2008) 704, som blev vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet den 23. april 2009.

regulering og tilsynsordning på europæisk plan. Det foreslåede direktiv vil sætte medlemsstaterne i stand til at forbedre tilsynet med sektoren på makro- og mikroplan, at begrænse disse selskabers gearingsniveau og om nødvendigt koordinere foranstaltninger med henblik på at sikre, at de finansielle markeder fungerer hensigtsmæssigt⁸.

5. VEJEN FREM: NYE INITIATIVER TIL FORBEDRING AF DEN FINANSIELLE STABILITET

Den nuværende krise har tydelig vist, at det er nødvendigt at se nærmere på OTC-derivatmarkederne, således at de kan udfylde deres økonomiske rolle uden at bringe systemets stabilitet i fare. I denne forbindelse mener Kommissionen, at der bør træffes foranstaltninger, som: a) giver reguleringsmyndigheder og tilsynsmyndigheder mulighed for at få fuldt kendskab til transaktionerne på OTC-derivatmarkederne og de positioner, der bygges op på disse markeder, b) gør OTC-derivatmarkedernes mere gennemsigtige for brugerne; især bør der foreligge flere og bedre oplysninger om priser og mængder; c) øger derivatmarkedernes operationelle effektivitet for at sikre, at OTC-derivaterne ikke bringer den finansielle stabilitet i fare og d) reducerer modpartsrisici og fremmer etableringen af centraliserede strukturer. De vigtigste midler til opfyldelse af disse mål er følgende: i) fremme af øget standardisering, ii) etablering af centrale datalagre, iii) overgang til CCP-clearing og iv) gennemførelse af handler via mere offentlige handelssystemer⁹. I følgende afsnit analyseres disse midler, og der foreslås retningslinjer for det fremtidige arbejde.

5.1. Standardisering

For CCP-egnede OTC-derivater er standardisering en forudsætning for de øvrige midler, der er beskrevet nedenfor. For ikke-CCP-egnede OTC-derivater vil en øget standardisering forbedre den operationelle effektivitet og reducere de operationelle risici, f.eks. ved at fremme udbredelsen af standardkontrakter og elektronisk accept og bekræftelse, central datalagring, automatisering af betalinger og processer til styring af sikkerhedsstillelse. Da standardisering er en forudsætning for yderligere foranstaltninger, vil den udgøre en central byggesten i Kommissionens bestræbelser for at gøre derivatmarkederne effektive, sikre og solide.

Men standardisering kræver investeringer. Kommissionen har til hensigt at støtte branchens aktuelle bestræbelser på at foretage disse investeringer med henblik på at øge standardiseringen inden for alle OTC-derivater, som ikke er egnet til CCP-clearing eller handel på børsen.

5.2. Centralt datalager

I et centralt datalager samles data - f.eks. antallet af transaktioner, omfanget af udestående positioner - for alle handler (både CCP-egnede og ikke-CCP-egnede instrumenter) med det formål at øge gennemsigtighed og informationsniveau¹⁰. Dette forbedrer ikke blot

⁸ Europa-Kommissionen (2009), "Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde", KOM(2009) 207.

⁹ Anvendeligheden af disse midler varierer noget efter markedssegment, og der er stor forskel på gennemførligheden heraf. En mere detaljeret analyse af effektiviteten af de aktuelle risikoreducerende metoder og deraf følgende behov for yderligere foranstaltninger i hvert OTC-markedssegment er nærmere beskrevet i det medfølgende arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, kapitel 4.

¹⁰ For CDS findes der et sådant warehouse, "Trade Information Warehouse", der drives af US Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

gennemsigtigheden, men også markedets operationelle effektivitet. Et datalager kan også levere andre tjenesteydelser (f.eks. lette afregning og betalingsinstrukser).

Kommissionen peger på de fordele i form af øget gennemsigtighed og informationsniveau, som centrale datalagre frembyder for tilsynsmyndigheder. Dette er af særlig betydning, da CCP-clearing ikke umiddelbart kan anvendes på alle derivater, da de nødvendige forudsætninger ikke altid er til stede og ikke altid er lette at opfylde. Af hensyn til retsbeskyttelsen, tilsynet og kontinuiteten i forretningsaktiviteterne vil Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR) undersøge nytten af en sådan facilitet. Kommissionen vil herefter på grundlag den kommende CESR-rapport træffe passende foranstaltninger desangående.

5.3. CCP-clearing

Af de fire omtalte midler er det CCP-clearing, som har påkaldt sig størst opmærksomhed. CCP'er har vist deres værd under finanskrisen som illustreret ved deres rolle i forbindelse med følgerne af Lehman Brothers' fallit. Kommissionen har allerede opfordret branchen til i større omfang at gøre brug af CCP-clearing og agter at give prioritet til gennemførelsen af den relevante anbefaling fra Larosière-gruppen.

Af reguleringsmæssige, tilsynsmæssige og monetærpolitiske grunde er der meget der taler for, at CCP-clearingen bør placeres i Europa. Placeres CCP i Europa, er denne omfattet af europæiske regler og tilsyn. Tilsynsmyndighederne har således ubestridt og uhindret adgang til de oplysninger, som CCP'er er i besiddelse af. Det er også lettere for europæiske myndigheder at gribe ind, hvis en europæisk CCP får problemer. Centralbankerne giver eksempelvis ikke kreditinstitutter uden for deres valutaområder adgang til deres likviditetsfaciliteter¹¹.

På CDS-området har de største derivathandlere indgået en forpligtelse med Kommissionen om at foretage clearing af europæiske CDS-kontrakter hos en eller flere europæiske CCP'er inden udgangen af juli 2009. I øjeblikket arbejder de på at foretage den nødvendige standardisering af europæiske CDS-kontrakter for at muliggøre CCP-clearing. To europæiske CCP'er forventes at kunne tilbyde CDS-tjenesteydelser inden udgangen af juli 2009, en tredje skulle være klar i december 2009 og en fjerde har ikke lagt sig fast på en bestemt dato. Generelt bifalder Kommissionen branchens indsats for at overholde de aftalte frister. Det har således vist sig, at branchens initiativer vedrørende standardisering af CDS-kontrakter har været effektive på begge sider af Atlanten. Gennemførelsen af løsninger vedrørende bestemte tekniske aspekter, f.eks. ændringer i forbindelse med en kredithændelse som omstrukturering, er imidlertid ikke blevet afsluttet. Hvis branchen således ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser, må Kommissionen overveje andre muligheder som beskrevet nedenfor. Kommissionen bifalder branchens initiativer og vil fuldt ud tage højde for resultaterne heraf, når den skal overveje, om det er nødvendigt at iværksætte nye initiativer for at sikre så stor en udbredelse af CCP-clearing som muligt.

¹¹ Der kan forekomme valutaswapaftaler mellem centralbanker, men eftersom der ikke er direkte adgang til likviditetsfaciliteterne, har ECB givet udtryk for, at den klart foretrækker, at CCP placeres i euroområdet, som det fremgår af en beslutning truffet af ECB's Styrelsesråd, hvori det hedder, at der er behov for mindst en europæisk CCP for kreditderivater, og at denne infrastruktur bør være placeret inden for euroområdet i betragtning af den potentielt systemiske betydning af værdipapirclearings- og -afregningssystemer - ECB (2008), beslutninger truffet af Styrelsesrådet den 18. december 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

Der er allerede iværksat incitamenter til at anvende CCP. Markedsdeltagerne har et naturligt incitament til at anvende CCP-clearing, da modpartskreditrisikoen reduceres, og lovpligtig kapital frigøres. Disse incitamenter har imidlertid ikke været tilstrækkelige i forhold til de kommercielle incitamenter til at anvende bilateral clearing. Derfor overvejer Kommissionen at styrke incitamenterne til at anvende CCP-clearing i et sådant omfang, at det er muligt at fjerne alle kommercielle betænkeligheder ved at benytte CCP-clearing, når det er muligt. Dette kan gøres ved i) at ændre kapitalkravsreglerne i kapitalkravsdirektivet og ii) at garantere om nødvendigt via kommende EU-lovgivning og eventuelt en fælles tilsynsmyndighed¹², at CCP er sikre og solide. Dette arbejde får naturligvis ikke indflydelse på fristen for at flytte clearingen af europæiske CDS-kontrakter over til en eller flere europæiske CCP'er, dvs. inden udgangen af juli 2009.

5.4. Gennemførelse af transaktionen

For standardiserede derivater, som cleares via CCP vil det næste logiske skridt i princippet være, at handel med disse kontrakter finder sted via et organiseret handelssystem, hvor priser og andre handelsrelevante oplysninger offentliggøres, som f.eks. et reguleret marked (dvs. derivatbørser) eller en multilateral handelsfacilitet, som er underkastet gennemsigtighedsregler. Dette ville forbedre prisgennemsigtigheden og risikostyringen.

Den type standardiserede kontrakter, som typisk handles via offentlige handelssystemer, opfylder imidlertid ikke nødvendigvis alle derivatbrugerens risikostyringsbehov. De fleste markedsdeltagere foretrækker af kommercielle grunde at handle OTC. Dog må den betydning, som gennemsigtige og operationelt effektive markeder har for den finansielle stabilitet, have førsteprioritet. Ud fra en samfundsbetragtning må man foretrække gennemsigtige handelssystemer, der er så offentlige og standardiserede som muligt af hensyn til risikovurderingen og prisfastsættelsen.

Et system, som er baseret på konkurrence mellem forskellige handelssystemer (OTC, børser og multilateral handelsfaciliteter) er også gunstigt hvad angår markedseffektivitet, når alle handelssystemer underkastes krav til gennemsigtighed og organisation, som er tilstrækkelige til at sikre fair konkurrence. Gennemsigtig og organiseret handel er et fænomen, som heller ikke er ukendt for andre finansielle markeder. I direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID) ophævedes reglen om, at handler skulle indgås på regulerede markeder (den såkaldte koncentrationsregel), men andre handelssystemer (multilateral handelsfaciliteter, selskaber, der systematisk internaliserer) blev underkastet passende gennemsigtighedsregler. I forbindelse med kontante aktiehandler finder konkurrencen mellem handelssystemerne sted inden for rammerne af fælles gennemsigtigheds- og organisationsregler. Dog gælder MiFID's gennemsigtighedsregler ikke i øjeblikket for derivater, og indberetning af transaktioner gælder ikke for finansielle instrumenter, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked.

Under hensyntagen til OTC-derivatmarkedernes særlige og fleksible karakter og reglerne for kontante aktiehandler vil Kommissionen undersøge, hvordan man kan sikre en mere gennemsigtig og effektiv handel med OTC-derivater. Derfor vil Kommissionen nærmere undersøge i) hvordan det er muligt at kanalisere yderligere handelsstrømme gennem gennemsigtige og effektive handelssystemer og ii) hvilket gennemsigtighedsniveau (pris,

¹² Europa-Kommissionen (2009). Meddelelse fra Kommissionen - *Finansielt tilsyn i Europa*, KOM(2009) 252.

transaktion, position) der er passende for de forskellige handelssystemer, der fungerer som derivatmarkeder.

6. KONKLUSION

Derivater spiller en vigtig rolle i økonomien, men er forbundet med visse risici. Krisen har tydelig vist, at der stadig er store risici forbundet med OTC-markedet, navnlig hvad angår CDS. Lige siden finanskrisen startede, har Kommissionen koncentreret sig om de risici, det haster mest med at begrænse.

Herudover vil Kommissionen overveje yderligere foranstaltninger for at øge standardiseringen og gennemsigtigheden af transaktionerne, konsolidere overgangen til CCP-clearing og sikre, at denne clearingform bliver normen for OTC-derivatmarkederne som helhed, og så ofte som muligt at kanalisere flere handelsstrømme gennem gennemsigtige og effektive handelssystemer.

Som opfølgning på den offentlige høring, der iværksættes med denne meddelelse, afholder Kommissionen endnu en offentlig høring den 25. september 2009. Kommentarer og materiale, som forelægges af de berørte parter, vil indgå i en detaljeret konsekvensanalyse, som vil gøre det lettere for Kommissionen at udforme sit udspil. På grundlag af høringens resultater vil Kommissionen drage operationelle konklusioner inden udløbet af sin nuværende embedsperiode og fremlægge passende initiativer herunder om nødvendigt lovgivningsforslag inden årets udgang.

Kommissionen vil i sit arbejde i fuldt omfang tage højde for branchens indsats og udviklingen i EU's vigtigste partnerlande og i særdeleshed det af det amerikanske finansministerium bebudede omfattende regelsæt for OTC-derivater. CCP-clearing vil herefter være obligatorisk for alle standardiserede OTC-derivater, og der vil blive tilskyndet til handle på regulerede børser og via regulerede gennemsigtige elektroniske handelssystemer for OTC-derivater¹³. Kommissionen vil fortsætte arbejdet med disse emner sammen med de amerikanske myndigheder som led i dialogen om reguleringen af de finansielle tjenesteydelser for at sikre sammenhæng i den politik, der føres på globalt niveau, og undgå regelarbitrage.

¹³ Se det amerikanske finansministeriums "Financial Regulatory Reform" af 17. juni 2009.