



14. juni 2011

---

Supplerende samlenotat vedrørende rådsmødet (ECOFIN) den  
20. juni 2011

- 1) Forslag til revision af direktiv om indskydergarantiordninger
  - *Generel indstilling*
  - KOM(2010) 368, KOM(2010) 369
  
- 2) Forordning om regulering af handel med finansielle derivater *Side 3*
  - *Generel indstilling*
  - KOM(2010) 484
  
- 3) Forordning om tekniske krav til kreditoverførsler og direkte debiteringer i euro mv. (migration til SEPA)
  - *Generel indstilling*
  - KOM(2010) 775
  
- 4) Bankstresstest
  - *Orienterende debat*
  - KOM-dokument foreligger ikke
  
- 5) EIB's eksterne lånemandat 2007-2013 -- midtvejsevaluering
  - *Politisk drøftelse*
  - KOM(2010) 173, KOM(2010) 174
  
- 6) Omnibus II
  - *Tidlig forelæggelse (sagen er ikke på dagsordenen for ECOFIN den 20. juni 2011)*
  - KOM(2011) 08
  
- 7) Meddelelse fra Kommissionen vedr. effektiv kvalitetsstyring inden for europæiske statistikker
  - *Rådskonklusioner*
  - KOM(2011) 211
  
- 8) Styrket økonomisk samarbejde – trialogforhandlinger
  - *Opdatering af generel indstilling*
  - KOM(2010) 522, KOM(2010) 523, KOM(2010) 524, KOM(2010) 525, KOM(2010) 526, KOM(2010) 527
  
- 9) Europæisk Semester
  - *Rådsudtalelser og rådsanbefalinger vedr. medlemslandenes stabilitets- og konvergensprogrammer og nationale reformprogrammer*
  - SEK(2011) 801-828

## 10) Adfærdskodeks for erhvervsbeskatning

- *Rapport til Rådet/Rådskonklusioner*  
*KOM-dokument foreligger ikke*

## 11) EU's budget for 2012

- *Tidlig forelæggelse (sagen er ikke på dagsordenen for ECOFIN den 20. juni 2011)*  
*SEK(2011) 498*

## Dagsordenspunkt 2: Forordning vedr. regulering af derivathandel m.v. (EMIR)

### Resumé

*Derivater er finansielle instrumenter knyttet til f.eks. råvarer, renter, valutaer eller værdipapirer, og er vigtigt for afdækningen af risici på markedet. Den finansielle krise satte imidlertid fokus på den potentielle systemiske risiko ved derivathandler, og understregede behovet for større gennemsigtighed og tilsyn med derivatmarkedet. Det gælder særligt de såkaldte OTC-derivater ("over the counter"-derivater), der ikke handles på børser o.l., men som indgås ved bilaterale kontrakter mellem sælger og køber. Kommissionen har på den baggrund fremsat et forslag til forordning, der adresserer disse risici. Forslaget indfører bl.a. krav om indberetning af OTC-derivathandler til centrale handelsregistre, som tilsynsmyndighederne vil kunne trække på, og som vil skulle offentliggøre samlet information om de enkelte derivatmarkeder. Desuden stilles krav om central clearing af de mest standardiserede former for OTC-derivater via såkaldte centrale modparter (CCP'er), hvilket skal mindske den systemiske risiko forbundet med, at den enkelte sælger af derivaterne ikke måtte kunne honorere sine forpligtelser over for køberne. Forslaget indfører desuden regulering og tilsyn med sådanne CCP'er og regulerer samarbejdet herom mellem tilsynsmyndighederne i de forskellige lande, hvor CCP'erne er aktive. Kommissionen forventes at adressere andre aspekter vedr. regulering af derivathandel ved yderligere lovgivningsinitiativer på et senere tidspunkt.*

*Nedenstående er udarbejdet på baggrund af Kommissionens forslag KOM(2010)484 samt formandskabets seneste kompromistekst og giver et prioriteret uddrag af sagen.*

KOM(2010) 484

### Baggrund

Den finansielle krise har sat fokus på betydningen for den finansielle stabilitet af handelen med derivater, herunder såkaldte over-the-counter (OTC) derivater (se boks 1 for forklaring). Det skyldes bl.a., at sådanne derivater knyttet til de såkaldte subprime-bolig lån i USA i stort omfang var solgt af få enkeltvirksomheder, som da krisen brød ud viste sig ude af stand til på egen hånd at honorere de forpligtelser, som derivatkontrakterne indebar. Det har medført et ønske om øget gennemsigtighed med omfanget og større kontrol med risici ved sådanne derivater.

### Boks 1: Definitioner

Et **derivat** er et finansielt instrument knyttet til et underliggende aktiv – eksempelvis aktier, obligationer, valuta, råvarer eller lignende. Ét eksempel på et derivat er en future-kontrakt, som giver indehaveren en ret til at købe eller sælge et aktiv (f.eks. valuta) til en bestemt pris på et nærmere fastsat tidspunkt i fremtiden. Køberen af en sådan future-kontrakt kan således sikre sig fremtidig levering af det konkrete aktiv til en på forhånd kendt pris, hvilket f.eks. kan være hensigtsmæssig for en virksomhed, der (mod betaling) ønsker at fjerne risikoen for større fremtidige udsving i valutakursen. En sådan handel kræver, at en anden markedsdeltager er villig til (mod en såkaldt risikopræmie) at sælge en sådan future, og at nogen således er villig til at indtage den modsatte position/risiko, dvs. konkret satse på, at valutakursen ikke stiger. Derivater handles stort set på alt – valuta, aktier, renter, råvarer osv. Derivater kan være mere eller mindre standardiserede i deres kontraktuelle udformning, idet nogle markedsdeltagere kan have behov for afdækning af mere eller specifikke individuelle risici.

Såkaldte **OTC-derivater** ("Over The Counter"-derivater) refererer til derivater, der ikke handles på et egentligt marked, som f.eks. en børs el. lign., men som i stedet handles direkte mellem parterne, f.eks. en bank og

en kundevirksomhed. I fraværet af centraliseret handel og clearing<sup>1</sup> af sådanne OTC-derivater registreres disse i udgangspunktet kun hos de to indbyrdes parter i handelen. Selvom tilsynsmyndigheder kan få indsigt i konkrete finansielle virksomheder, har myndighederne og andre interessenter ikke viden om, hvor store eksponeringer der er på markedet som helhed og f.eks. i hvilket omfang markedsdeltagerne tager tilstrækkelige forholdsregler (f.eks. sikkerhedsstillelse), for at sikre mod situationer, hvor en markedsdeltager med store eksponeringer ikke kan honorere sine forpligtelser og dermed påføre sine modparter tab og i sidste ende true den finansielle stabilitet.

På topmødet i september 2009 i Pittsburgh enedes stats- og regeringscheferne for G20-landene om, at alle standardiserede OTC-derivatkontrakter skal cleares via centrale modparter senest ved udgangen af 2012. OTC-derivatkontrakter skal desuden indrapporteres til centrale handelsregistre ("trade repositories"). Endelig skal brugen af ikke-centralt clearede kontrakter begrænses og underlægges højere kapitalkrav.

Kommissionen har den 15. september 2010 fremlagt et forslag til en forordning om OTC-derivater, centrale modparter og centrale handelsregistre (ofte også omtalt som den europæiske markedsinfrastrukturregulering - EMIR). Kommissionen ventes på et senere tidspunkt at fremsætte yderligere forslag vedr. andre elementer i regulering af OTC-derivater og derivater generelt, herunder krav, der indebærer større omfang af centraliseret *handel* med derivater på børser og andre regulerede markedspladser.

Det har under forhandlingerne i Rådets arbejdsgruppe været drøftet, om forordningen skal bringes til at gælde *alle* former for derivathandler, og ikke kun OTC-derivater, dvs. også inkl. derivater, der handles på børser og andre regulerede markeder. Mange af forordningens krav er imidlertid allerede gældende praksis i dag, når derivater handles på regulerede markeder, og forslaget om en udvidelse ventes derfor ikke i praksis at få stor betydning for reguleringen af ikke-OTC-derivathandler. Spørgsmålet drøftes fortsat, herunder evt. om udvalgte dele af forordningens bestemmelser kan udvides til at gælde alle derivater (f.eks. kun indrapporteringskravene).

## Indhold

Forslaget har følgende hovedindhold:

- Krav om gennemsigtighed ved handel med OTC-derivater via indberetning af derivathandler til centrale handelsregistre
- Krav om central clearing af standardiserede OTC-derivater via centrale modparter (CCP'er)
- Regulering og tilsyn med centrale modparter (CCP'er)

---

<sup>1</sup> Clearing af en værdipapirhandel er den proces, der foregår fra det øjeblik, værdipapirhandelen initieres (dvs. hvor handelen "bestilles") og indtil ejerskabet af værdipapiret er endeligt overført fra sælger til køber (dvs. hvor handelen er afviklet). I denne periode mellem handel og afvikling (som f.eks. kan vare et par dage) løber køber og sælger en risiko for, at modparten ikke leverer værdipapiret hhv. købesummen, og der eksisterer således på de finansielle markeder forskellig praksis for at styre sådanne risici, f.eks. gennem gensidig sikkerhedsstillelse (ydelse af "margin") m.v. For derivathandler omfatter clearing hele den periode, hvor den pågældende derivatkontrakt gælder, f.eks. indtil en konkret udløbsdato eller indtil en markedsbegivenhed udløser en effektivering (og afslutning) af kontrakten.

Såfremt forordningen, som det er blevet foreslået, udstrækkes til at gælde alle former for derivathandel, og ikke kun OTC-derivater, vil det i givet fald konkret betyde, at også handel med derivater, der foregår via børser og andre regulerede markedspladser skal indberettes til centrale handelsregistre og cleares centralt.

#### *Centrale handelsregistre og transaktionsrapportering*

Forslaget øger oplysningskrav og gennemsigtighed vedr. OTC-derivathandler. Ifølge forslaget skal information om alle OTC-derivathandler – og afhængigt af forhandlingerne muligvis også derivater handlet på regulerede markeder – således indberettes til såkaldte centrale handelsregistre. Centrale handelsregistre er private virksomheder, der agerer som en form for datacentraler.

Såvel finansielle som ikke-finansielle virksomheder kan ved anvendelse af derivater både afdække risici og tage risici. Risici, der tages ved brug af derivater, er ofte gearede, dvs. at virksomheden risikerer at tabe mere end det beløb, der er investeret. I perioden op til finanskrisen var en del af derivathandelen relativt højt gearet. Dette bidrog til høje systemiske risici, idet tab i én virksomhed hurtigt kunne sprede sig til andre virksomheder. Tilsynsmyndighederne havde ikke den nødvendige information herom, og myndighederne kunne dermed ikke vurdere behovet for at reagere.

Tilsynsmyndighederne skal ifølge forslaget have adgang til oplysninger om den samlede derivathandel via de centrale handelsregistre for at øge overblikket over og tilsynet med OTC-derivathandelen, herunder for at kunne vurdere, hvorvidt omfanget af den beskrevne gearing i derivater konkret kan påvirke den finansielle stabilitet. De centrale handelsregistre skal desuden offentliggøre aggregeret information om OTC-derivathandler fordelt på de enkelte typer af derivater for at give markedsdeltagere et bedre overblik.

Den nye EU-tilsynsmyndighed for værdipapirer og markeder, ESMA, skal føre det direkte tilsyn med og godkende de centrale handelsregistre, herunder have mulighed for at sanktionere centrale handelsregistre, der overtræder forordningens regler.

#### *Centrale modparter og central clearing*

Forslaget indebærer krav om, at standardiserede OTC-derivater – og afhængigt af forhandlingerne muligvis også derivater handlet på regulerede markeder – skal cleares centralt gennem såkaldte centrale modparter (CCP'er). Formålet er at sikre større kontrol med risici forbundet med clearingen af derivathandler og større sikkerhed i afviklingen af derivathandler. En central modpart er en privat virksomhed, der i forhold til sine kunder optræder som sælger over for alle købere af derivater og som køber over for alle sælgere af derivater<sup>2</sup>, og som således garanterer for alle deltagerne, hvilket sikrer, at derivatkontrakterne kan gennemføres, selv hvis den ene part i handelen ikke måtte kunne honorere sine forpligtelser. En an-

<sup>2</sup> Rent aftalemæssigt indgås handlerne dog stadig mellem de to virksomheder, der er hhv. køber og sælger, idet den centrale modpart er en "mellemand".

den fordel er, at en CCP kan udligne modsatrettede forpligtelser mellem markedsdeltagerne på tværs af de enkelte derivatkontrakter, og dermed mindske det samlede behov for sikkerhedsstillelse m.v.

CCP'erne skal kræve såkaldt margin, som er en kontant sikkerhedsstillelse fra de enkelte parter i en derivathandel, samt opbygge en såkaldt "default fund", som markedsdeltagerne bidrager til. Der lægges op til, at der både skal kræves initial margin (ved indgåelse af kontrakterne) og løbende margin (i takt med udviklingen i værdien af kontrakterne), således at både de potentielle tab og markedsværdændringerne ved en derivatkontrakt er dækket af sikkerheden i marginen. Typen af aktiver, der kan modtages som sikkerhedsstillelse i CCP'erne, er i det aktuelle forslag endnu ikke defineret, og vil skulle afgrænses nærmere af Kommissionen, men skal som minimum omfatte kontanter, statsobligationer, dækkede obligationer i direktiv 2006/48/EF forstand samt bankgarantier, der opfylder visse krav. Dækkede obligationer omfatter blandt andet danske realkreditobligationer, mens bankgarantier er en relevant type sikkerhedsstillelse for den nordiske energisektor. Ikke alle CCP'ere er imidlertid teknisk indrettede til at kunne modtage anden sikkerhed end kontanter i øjeblikket, og CCP'erne ventes i en overgangsperiode frem til 31. december 2015 at få lov at fortsætte med denne praksis. Reserverne i form af margin og default-fond skal være tilstrækkeligt store til at sikre, at CCP'en, under ekstreme (men plausible) markedsforhold, fortsat kan sikre gennemførelse af derivatkontrakterne, selv hvis de to deltagere i CCP'en, mod hvilke CCP'en har de største eksponeringer, måtte gå konkurs.

Endvidere skal CCP'en have tilstrækkelig egenkapital til at dække potentielle tab udover dem, der kan dækkes af marginkrav og default-fonden. Endelig er der krav om, at den enkelte CCP skal fastlægge passende adgangskriterier for de enkelte deltagere i CCP'en. Der stilles desuden krav vedr. lige adgang til clearing via CCP'en for alle markedsaktører. Nærmere krav til CCP'ens kapital ventes fastsat af Kommissionen gennem delegerede eller implementerende retsakter. Forslaget stiller endvidere krav til organiseringen af CCP'er, herunder at der skal oprettes en intern, uafhængig risikokomité, der skal rådgive CCP'ens bestyrelse vedr. beslutninger af større betydning for CCP'en risikoprofil o.l. CCP'ens deltagere samt uafhængige medlemmer skal være repræsenteret i risikokomitéen. Desuden indfører forslaget krav til håndtering af operationelle risici (risici vedr. fejl i håndteringen af derivatkontrakterne), som skal opgøres og styres efter nærmere forskrifter.

#### *Standardiserede derivater*

Kravet om central clearing skal kun gælde standardiserede OTC-derivater (dvs. derivater, der er så tilstrækkeligt ensartede i deres udformning, at f.eks. de forpligtelser, sælger og køber påtager sig, kan modregnes på tværs af forskellige markedsdeltagere). Der vil således ikke være samme samfundsøkonomiske fordele ved at foretage central clearing af ikke-standardiserede derivater, idet disse kan være meget forskelligt indrettede og dermed vanskeligere at håndtere centralt og modregne mv. I samarbejde med branchen og på baggrund af ESMA's indstilling til Kommissionen, skal det på EU-niveau efterfølgende defineres nærmere, hvilke

OTC-derivater, der er tilstrækkeligt standardiserede og dermed egnede til central clearing, og desuden hvilke OTC-derivater som bør blive standardiseret med henblik på central clearing. De nærmere kriterier, der skal lægges vægt på ved vurderingen af, hvilke derivater, der kan standardiseres, er endnu ikke afklaret.

For ikke-standardiserede derivater vil gælde de samme regler som hidtil, dvs., at kontrakterne vil cleares bilateralt og kravet om sikkerhedsstillelse vil ligeledes stilles bilateralt. De derivater, der ikke cleares i en CCP, vil dog blive underlagt strengere kapitalkrav i reglerne for kapitaldækning for kreditinstitutter m.fl., for at afspejle den højere risiko sammenlignet med derivatkontrakter, der cleares centralt. Kapitalkravet for derivater, der ikke cleares centralt, fastlægges ved senere revision af kapitalkravsdirektivet.

#### *Ikke-finansielle virksomheder*

Ikke-finansielle virksomheder, som typisk indgår derivatkontrakter for at afdække risiko ved deres primære forretningsområde (f.eks. valutarisici og risici forbundet med ændringer i renter og råvarepriser mv.) er i princippet undtaget fra kravet om central clearing af derivathandler. Ikke-finansielle virksomheder vil dog være omfattet af clearingskravet, såfremt deres beholdning af OTC-derivater, som *ikke* er indgået som led i afdækning af risici i forbindelse med deres forretningsaktiviteter, udgør et omfang, der er større end en på forhånd fastlagt grænse og vurderes at være systemisk vigtige for den finansielle stabilitet. Det nærmere regelsæt herfor fastsættes af Kommissionen gennem delegerede eller implementerende retsakter. Medlemsstaterne afgør, hvilke nationale myndigheder der skal føre tilsyn med de ikke-finansielle virksomheders brug af derivater.

#### *Langsigtede investorer*

Investorer, der foretager langsigtede investeringer (pensionsfonde, forsikringselskaber o.l.), indgår typisk kun derivatkontrakter til afdækning af deres forretningsmæssige risici (det kunne f.eks. være afdækning af risici for stigende renter for pensionsfonde, der udbyder garanteret forrentning). Desuden kan sådanne langsigtstinvestorer blive utilsigtet hårdt ramt af kravet om sikkerhed i form af en kontant margin. På den baggrund arbejdes der for at undtage sådanne langsigtstinvestorer fra kravet om central clearing, indtil det på længere sigt bliver teknisk muligt for CCP'erne at tage imod andre sikkerheder end en kontant margin. Der udestår en endelig definition af, hvilke aktører, der kan defineres som sådanne langsigtstinvestorer, der kan undtages clearingskravet i denne overgangsperiode.

#### *Koncerninterne derivatkontrakter*

Derivattransaktioner mellem koncernforbundne selskaber, der kan forekomme i forbindelse med aggregering af koncernrisici i ét koncernselskab i visse koncerner, er i det nuværende udkast til derivatforordningen undtaget fra kravet om central clearing. I nogle koncerner har man samlet finansfunktioner og risikostyring i et enkelt eller nogle få koncernselskaber. Sådanne koncerner vil imidlertid blive pålagt større forpligtelser og dermed større omkostninger end koncerner, der holder risikostyringen i de enkelte koncernselskaber, hvis undtagelsen ikke blev indsat.

Således kan et eventuelt clearingkrav medføre øgede omkostninger og dermed muligvis føre til at incitamenter til at undlade risikoafdækning. Det er desuden skønnet, at den systemiske risiko ikke vil øges nævneværdigt, som følge af undtagelsen. Undtagelsen gælder såvel ikke-finansielle som finansielle koncerner, sidstnævnte dog kun hvis nærmere specificerede krav er opfyldt, såsom krav til konsolidering, garantiordning, etableringsland, mv.

#### *Godkendelse af og tilsyn med CCP'er*

Forslaget indfører regulering af CCP'erne for at adressere den større koncentration af risici, der logisk følger af kravet om mere centralisering af OTC-clearingen. Der vil således blive stillet krav om tilladelse, kapitalkrav, krav til risikostyring m.v. Kravenes præcise omfang er endnu uafklaret, idet de først fastsættes af Kommissionen efterfølgende gennem delegerede eller implementerende retsakter.

Godkendelsen af og tilsynet med de centrale modparter skal i udgangspunktet foretages af den nationale tilsynsmyndighed i det land, hvor den centrale modpart er etableret. Der oprettes for hver enkelt CCP et såkaldt tilsynskollegium mellem de nationale tilsynsmyndigheder i de lande, hvor den centrale modpart er aktiv, samt ESMA (svarende til princippet for de banktilsynskollegier, som er under etablering). Som følge af de centrale modparters aktiviteter på tværs af landene, vil ESMA komme til at spille en central rolle i forbindelse med godkendelserne og tilsynet. Der stilles krav om omfattende tilsynsmæssigt samarbejde på tværs af landene. Den nærmere rollefordeling mellem tilsynsmyndigheden i CCP'ens hjemland, ESMA og tilsynskollegiet er fortsat til drøftelse.

Tilsynskollegiet knyttet til den enkelte CCP vil ifølge det foreliggende forslag bestå af ESMA, CCP'ens hjemlandstilsynsmyndighed, tilsynsmyndigheder i de tre lande, hvis virksomheder bidrager mest til CCP'ens default fund, tilsynsmyndigheder i de lande, der har regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter tilsluttet CCP'en, tilsynsmyndigheder for CCP'er med hvilke den pågældende CCP har indgået arrangementer om interoperabilitet (jf. nedenfor) samt relevante centralbanker samt tilsynsmyndigheder for værdipapircentraler med hvilke den pågældende CCP har indgået samarbejdsaftaler. Den nærmere sammensætning af tilsynskollegierne drøftes fortsat.

Godkendelsen af centrale modparter, der er etableret uden for EU, men som yder clearingydelse i EU, skal foretages af ESMA. Dette sker efter konsultation med tilsynsmyndighederne i de relevante medlemslande, herunder i forhold til clearingdeltagere og regulerede markeder og multilaterale handelsfaciliteter, der skal tilsluttes CCP'en, tilsynsmyndighederne med ansvar for tilsyn med CCP'er etableret i EU, med hvilke der er indgået interoperabilitetsaftaler samt relevante centralbanker. Forudsætninger for godkendelse er blandt andet, at en tredjeland-CCP har tilladelse og er under effektivt tilsyn, der er i fuld overensstemmelse med kravene i EU samt, at der er indgået samarbejdsaftaler mellem tilsynsmyndighederne i EU og det pågældende lands tilsynsmyndighed(er). Det vil være ESMA som skal



indgå samarbejdsaftaler med tilsynsmyndighederne i tredjelande med henblik på at sikre adgang til at indhente oplysninger vedrørende tredjelands-CCP'en.

Nogle lande har derudover foreslået, at CCP'er bør have adgang til centralbanklikviditet, som følge af, at CCP'erne med forordningen vil blive systemisk vigtige, og at adgang til centralbanklikviditet således kan være hensigtsmæssig for at understøtte den finansielle stabilitet. Andre lande finder det kontroversielt, og det indgår indtil videre ikke i formandskabets kompromisforslag.

#### *Interoperabilitet*

Interoperabilitet indebærer, at CCP'erne er "koblet sammen", således at to markedsaktører f.eks. ikke behøver at være medlem af samme CCP for at kunne indgå en værdipapirhandel med hinanden.

Interoperabilitet mellem to CCP'er forudsætter, at der er indgået en samarbejdsaftale mellem de to CCP'er, herunder om sikkerhedsstillelse mellem CCP'erne. Ved forordningens ikrafttræden vil det kun være muligt at indgå interoperabilitetsaftaler mellem CCP'er i forhold til clearing af kontante værdipapirer (værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter). Ved at begrænse interoperabiliteten til kontante værdipapirer er det hensigten at begrænse CCP'ernes øgede risici ved gensidige aftaler om interoperabilitet. Dette skyldes hensynet til ønsket om begrænsning af den systemiske risiko, der på baggrund af tvungen clearing af derivater gør CCP'ere systemisk vigtige, og en udvidelse af interoperabilitet til derivater på dette tidspunkt kunne have negative konsekvenser. Omvendt kan det senere vise sig at være en byrdefuld restriktion. Der lægges derfor op til, at ESMA senest i 2014 fremlægger en rapport om hvorvidt en udvidelse af interoperabilitet til clearing af andet end kontante værdipapirer, herunder til clearing af derivater, vil være passende.

#### *Krav vedr. eksisterende derivatkontrakter*

Det har været drøftet, hvordan man skal håndtere de eksisterende derivatkontrakter, som er indgået før forordningen får effekt.

Der kan være forskel mellem forordningens ikrafttræden og indtrædelsen af clearingforpligtelsen. F.eks. kan der blive indsat overgangsbestemmelser således, at clearing skal være foretaget inden en bestemt dato efter forordningens ikrafttræden. Dette fastsættes af Kommissionen i implementerende retsakter efter udkast fra ESMA. Fristen herfor er indtil videre sat til 30. juni 2012. Der indføres formentlig en såkaldt "front loading" af clearingskravet som indebærer, at derivatkontrakter, der indgås efter forordningens ikrafttræden, men inden clearingforpligtelsen indtræder, vil skulle cleares afhængigt af deres restløbetid. Det vil samtidig betyde, at derivatkontrakter, der er indgået inden forordningens ikrafttræden, ikke skal cleares.

Der indføres formentlig en såkaldt "back loading" i forhold til rapporteringskravet, således at alle udestående derivatkontrakter, som ikke er udløbet ved forord-

ningens ikrafttræden, skal indberettes til et centralt handelsregister. Fristen herfor er endnu ikke fastsat.

#### *Review-bestemmelse*

Der er endvidere en bestemmelse i forslaget, der præciserer, at Kommissionen som led i en evaluering af forordningen i samarbejde med ESMA på et senere tidspunkt skal rapportere om specifikke elementer i forordningen, herunder CCP'ernes sikkerhedsstillelseskrav, samt en generel rapport om forordningen, omfattende bl.a. en vurdering af behovet for at give CCP'er adgang til centralbanklikviditet, herunder vurdere behovet for at CCP'en erhverver banklicens til dette formål. Derudover skal den systemiske betydning af ikke-finansielle virksomheders anvendelse af derivater vurderes. ESMA skal til Kommissionen rapportere om betydningen af de derivater, der er indgået inden forordningen og dermed ikke cleares centralt. ESMA skal ligeledes vurdere de derivater, der eventuelt er vurderet egnede til clearing, men som der ikke findes CCP'er for, og endelig en mulig udvidelse af sikkerheder til andet end kontanter ved arrangementer om interoperabilitet mellem CCP'er.

#### **Hjemmelsgrundlag**

Kommissionens forslag til forordning vedr. derivater m.v. har hjemmel i artikel 114 i Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde (Lissabontraktaten), som er omfattet af den almindelige lovgivningsprocedure i Traktatens artikel 294.

#### **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 sikkerhed og gennemsigtighed ved derivathandler. Da derivathandler meget ofte har en grænseoverskridende dimension, kan tiltagene bedst gennemføres på EU-plan.

Det er den danske regerings vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da hensynet til finansiell stabilitet, ensartede konkurrencevilkår og forbrugerbeskyttelse i EU samt øget grænseoverskridende konkurrence på dette område fordrer fælles regler.

#### **Europa-Parlamentets udtalelser**

Ordføreren i Europa-Parlamentets udvalg for finansielle og monetære forhold (ECON) fremlagde den 4. februar 2011 en betænkning vedr. Kommissionens forslag til forordningen om OTC-derivater. Der er afholdt en afstemning i ECON den 24. maj 2011.

Det er ECON's holdning, at alle (ikke kun OTC) derivater og alle modparter (ikke kun finansielle) skal være omfattet af forordningens krav til rapportering, samt at ESMA skal tage stilling til, i hvilket omfang, der skal ske rapportering af allerede indgåede derivatkontrakter. I forhold til kravene om central clearing er det Parlamentets holdning, at disse kun skal gælde OTC-derivater, og ikke skal gælde med

tilbagevirkende kraft (og der skal således ikke være backloading vedr. clearingskravet).

ECON lægger op til, at ikke-finansielle virksomheder skal omfattes af kravet om central clearing hvis de overskrider en nærmere grænse for omfanget af de derivatkontrakter, de indgår, som skal beregnes som et rullende gennemsnit over en periode af 50 sammenhængende dage, idet der i opgørelsen ses bort fra derivater, der indgås som led i risikoafdækning. ECON finder desuden, at pensionsfonde skal være undtaget i en overgangsperiode, indtil CCP'erne kan tage imod andre sikkerheder end kontanter.

ECON lægger op til, at ESMA skal have en formandskabsrolle i tilsynskollegierne for CCP'erne, og at antallet af medlemmer skal begrænses til maksimalt 7.

I forhold til adgang til centralbanklikviditet finder ECON, at eventuelle krav som led heri om særskilt banklicens i hvert enkelt medlemsland, hvor CCP'en ønsker at operere, kan stå i vejen for CCP'ernes muligheder for at klare i andre medlemslande, hvilket ECON ikke støtter..

ECON finder, at kontanter, guld, statsobligationer samt virksomhedsobligationer af høj kvalitet kan indgå som sikkerhedsstillelse i CCP'er, og at sikkerhedsstillelsen kan omfatte bankgarantier for så vidt angår ikke-finansielle modparter. Denne definition vil formentlig også omfatte bl.a. særligt dækkede obligationer (og dermed bl.a. danske realkreditobligationer).

Selvom ordføreren oprindeligt var kritisk over for interoperabilitetsarrangementer, har ECON ikke problematiseret den nuværende form, hvor interoperabilitet er begrænset ved, at kun kontanter må anvendes som sikkerhed mellem CCP'ere ved arrangementer om interoperabilitet, og at der skal ske en revurdering i 2014.

ECON finder, at der skal være tre kriterier for ESMA's vurdering af, om en derivatkontrakt er egnet til central clearing: likviditet, reduktionen af systemisk risiko og tilgængeligheden af fair og pålidelige priser. ECON finder, at øvrige kriterier, som graden af afviklingsrisiko, modpartsrisici samt CCP'ens egnethed til at håndtere volumen skal nævnes i præambelen. Endvidere lægger ECON op til, at såfremt der ikke er en CCP, der kan eller vil klare pågældende derivatkontrakter, skal disse ikke være egnet til central clearing.

ECON finder, at en forudsætning for at tillade tredjelandes CCP'er at operer i EU er, at de pågældende tredjelande giver lige adgang til CCP'ere etableret i EU.

#### **Gældende dansk ret og forslagets konsekvenser herfor**

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.

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 for derivathandler. 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. Det bemærkes desuden, at alle handler med de største virksomheders aktier på NASDAQ OMX og på multilaterale handelsfaciliteter cleares via den hollandske centrale modpart EMCF (European Multilateral Clearing Facility).

### **Statsfinansielle konsekvenser**

Forordningen forventes at medføre et øget ressourcebehov for Finanstilsynet som følge af dennes deltagelse i ESMA, som skal medvirke i tilsynet med de centrale handelsregistre og de centrale modparter i hele EU. Hvis der i fremtiden skulle blive etableret en clearingcentral i Danmark, skal der også føres tilsyn med denne. Sådanne omkostninger vil i givet fald finansieres af de finansielle virksomheder under tilsyn, som det er normal praksis for Finanstilsynet.

Forslaget kan have statsfinansielle konsekvenser, i det omfang det bliver dyrere for staten at indgå derivatkontrakter (krav om øget sikkerhedsstillelse m.v.). Eventuelle omkostninger for staten herved er usikre. Der foregår aktuelt i OECD-regi et arbejde med at kortlægge konsekvenserne for stater af CCP-clearing af OTC-derivater, som Danmark deltager i.

### **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 derivathandler opfyldes. Dette bidrager til den finansielle stabilitet. Omvendt vil brugen af centrale modparter give en koncentration af risici på den centrale modpart, idet det finansielle system i givet fald bliver sårbart overfor nedbrud af centrale modparter. Dette søges modsvaret ved fastsættelse af passende fælleseuropæiske krav til clearingcentralerne, som sikrer, at der ikke er clearingcentraler, der er for lavt kapitaliserede eller har for dårlig styring af sine risici. Idet OTC-derivatporteføljer indrapporteres til centrale handelsregistre, vil myndighederne få større overblik over markedet og navnlig omfanget af gearingseffekterne.

### **Høring**

Se bilag 1.

### **Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg. Nærheds- og grundnotat er oversendt til Folketingets Europaudvalg d. 1. november 2010.

### **Holdning**

*Foreløbig dansk holdning*

Regeringen støtter generelt det foreliggende kompromisforslag fra formandskabet.

Regeringen arbejder for, at de tilsynskollegier, der skal koordinere tilsynet med CCP'erne har deltagelse af alle relevante medlemsstater, herunder, at de medlemsstater, hvis markeder den konkrete CCP betjener, modtager alle relevante informationer vedr. tilsynet med CCP'en og får mulighed for at intervenere, inden vigtige tilsynsbeslutninger træffes.

Regeringen arbejder for, at pensionsfonde undtages fra kravet om central clearing. Baggrund er, at et eventuelt krav om central clearing af pensionsfondenes derivathandler, der bruges til risikoafdækning, vil medføre betydeligt større omkostninger og deraf følgende lavere afkast på pensionsopsparring. Dette skyldes, at sikkerhedsstillelse, særligt med kontanter, vil reducere pensionsfondenes muligheder for at investere. Dette står efter regeringens opfattelse ikke mål med den begrænsede formindskelse af den systemiske risiko, som opnås med et sådan krav. I det tilfælde, det ikke er muligt at undtage pensionsfonde helt fra forslaget, arbejder regeringen for, at pensionsfonde undtages fra kravet om central clearing i en periode, indtil CCP'erne teknisk er indrettet til at tage imod anden sikkerhed end kontanter.

Regeringen arbejder for, at særligt dækkede obligationer (f.eks. realkreditobligationer) kan anvendes som sikkerhedsstillelse hos CCP'erne.

Regeringen arbejder i forlængelse heraf endvidere for, at bestemmelsen vedr. evaluering (review) af forordningen omfatter en revurdering af definitionen af højlikvide aktiver, der kan indgå som sikkerhed i en CCP, når definitionen af højlikvide aktiver foreligger i kapitaldækningsreguleringen (CRD 4), således at særligt dækkede obligationer (f.eks. realkreditobligationer), der opfylder kriterierne, kan indgå som sikkerhed.

*Andre landes holdning*

Medlemsstaterne støtter overordnet det foreliggende forslag til forordning vedr. regulering af derivatmarkederne, men der er fortsat en række udeståender.

Der er således ikke enighed om, hvorvidt forordningen skal udvides til at gælde alle derivater, og ikke alene OTC-derivater. Et flertal af landene foretrækker, at kun OTC-derivater omfattes, ud fra at G20-forpligtelserne var begrænset til OTC-derivatmarkederne. Nogle lande kan acceptere, at visse af forordningens krav kan gælde for alle derivater, men forskellige holdninger til hvilke.

Der er heller ikke enighed om, hvor stor en rolle ESMA skal spille i godkendelse og tilsyn med CCP'er, herunder i tilsynskollegierne, samt vedr. rollefordelingen mellem tilsynsmyndigheden i CCP'ens hjemland og de øvrige tilsynsmyndigheder i tilsynskollegiet. Nogle lande ønsker tilsynsansvaret entydigt placeret hos den nationale tilsynsmyndighed fra det land, hvor CCP'en er placeret. Andre lande ønsker mere indflydelse for andre landes tilsynsmyndigheder, f.eks. via ESMA og tilsynskollegierne, bl.a. for at afspejle den grænseoverskridende karakter af CCP'ernes

aktiviteter. Der er desuden forskellige syn på størrelsen af tilsynskollegiet, ud fra hensynet til dels beslutningsdygtigheden, og dels inddragelsen af alle lande, der påvirkes væsentligt af den pågældende CCP, herunder f.eks. de mindre lande.

Der er endvidere forskellige syn på, i hvilket omfang visse sektorer skal undtages kravet om central clearing, herunder pensionsfonde og forsikringsselskaber. Nogle lande ønsker sådanne virksomheder undtaget, eftersom disses derivathandel binder i risikoafdækning, og at clearingskravet vil være særligt omkostningsfuldt. Andre lande er forbeholdne over for at skabe potentielle huller i reguleringen.

Der er også uenighed om, hvorvidt CCP'er bør have adgang til centralbanklikviditet, idet nogle lande finder dette kontroversielt og potentielt konkurrenceforvridende.

Landene har desuden forskelligt syn på hvorvidt koncerninterne transaktioner som udgangspunkt skal være omfattet af forordningen eller ej, idet nogle lande mener, at denne undtagelse vil udhule forordningen.

Endelig er der uenighed om, hvor stramme kravene skal være til CCP'er placeret i tredjelande uden for EU, som ønsker at operere i EU.

## BILAG: Høringssvar vedr. Kommissionens oprindelige forslag

Kommissionens oprindelige forslag har i efteråret 2010 været i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor, som gav anledning til nedenstående bemærkninger.

### *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 reglerne ikke må føre til, at omkostningerne for indirekte clearingdeltagere, såsom klienter som ikke er direkte tilsluttet en CCP, men går via direkte medlemmer af CCP'en, bliver så høje, at det kan forværre denne gruppes situation. Dette er reguleret i forslaget, bl.a. i bestemmelserne om adskillelse af kunders midler.

FR og BF mener ligeledes, at Kommissionen bør analysere, hvilke konsekvenser det får, hvis indførelse af central clearing for standardiserede OTC-derivater indebærer, at behovet for sikkerhedsstillelse øges for de tilgodehavender, der kommer fra ikke-cleared 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. Frygten skyldes, at der ved bilaterale positioner vil skulle stilles yderligere sikkerhed, idet clearing ikke går via en CCP. Baggrunden herfor er, at man fremover vil skulle stille sikkerhed i en CCP eller flere, mens man nu, ved bilateral clearing, oftest kan nøjes med at nette alle sine forpligtelser og tilgodehavender (og ikke kun clearing) med én modpart. FR og BF tilføjer, at såfremt de derivatkontrakter, der ikke clears via en CCP bliver pålagt øgede kapitalkrav og krav til håndtering af bilaterale positioner, vil omkostningerne stige betydeligt og påvirke brugen af ikke-clearingsegne 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. Det skal hertil anføres, at der i forslaget tages hensyn til, at ikke-finansielle virksomheders derivatkontrakter, der indgår som led i afdækning af forretningsrelaterede risici, ikke skal medregnes ved opgørelsen i forhold til clearinggrænsen. Derved vil ikke-finansielle virksomheder alene skulle klare centralt, hvis de har tilstrækkeligt stort omfang af derivatkontrakter, som ikke er knyttet til afdækning af deres forretningsmæssige risici.

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. LF påpeger samtidigt, at mange markedsdeltagere på fødevarerområdet er mindre virksomheder, og indberetningskravene derfor skal være proportionelle med de reelle risici.

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 Børsrådgiverforeningen (BF) påpeger, at det er vigtigt i forbindelse med, at ESMA skal notificere Kommissionen vedrørende derivater, at der gennemføres en markedskonsultation for at have markedsdeltagernes input med i vurderingerne.

Derudover fremhæver FR og BF også, at CCP'ernes interne risikokomiteer skal styrkes. Deres rolle skal være stærkere end blot rådgivende. Samtidig bør ESMA sikre, at produkter, som på objektivt 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 derivattransaktion med en ikke-finansiell virksomhed 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 såfremt ansøgning om et interoperabilitetsarrangement afvises af de kompetente myndigheder, skal dette begrundes skriftligt og forelægges ESMA. Der er i det nuværende forslag krav om, at de kompetente myndigheder nu også skal orientere ESMA om deres vurdering af en CCP samt, at ESMA om nødvendigt skal bistå de kompetente myndigheder ved uoverensstemmelser.

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. Det be-



mærkes hertil, at dette vil mindske overblikket over derivatmarkederne og ikke vil være i overensstemmelse med målsætningerne ved forordningen.

Derudover ønsker DRF en præcisering af, at oplysningsforpligtelserne for derivater, der skal cleares, bliver pålagt CCP'en. Det bemærkes hertil, at det endnu ikke fastlagt hvem, der har oplysningsforpligtelsen.

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. Der er efterfølgende arbejdet med en præcisering af bestemmelserne om tærskelværdier, herunder er ”information threshold” udgået, således at alle derivattransaktioner skal indberettes. Konkrete tærskelværdier er dog ikke fastsat endnu.

Det er afgørende for Landbrug og Fødevarer (LF), at andelsselskaber og andre selskaber i fødevarerektoren 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.

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 de grænser, der udløser krav om central 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. Det fremgår af det nuværende forslag, at clearingforpligtelsen gælder virksomheder, der har overskredet clearing-grænsen i en sammenhængende periode på 6 måneder (perioden er fortsat til drøftelse).

Endelig understreger DE, at de forpligtelser til at anvende risikobegrænsningstiltag, som forordningen pålægger de derivatkontrakter, der ikke cleares via en CCP, kun bør finde anvendelse, såfremt begge parter i handlen er omfattet af forordningen.