



Bruxelles, den 23.11.2016
COM(2016) 857 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

i henhold til artikel 85, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre

DA

DA

1. INDLEDNING

Forordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (forordningen om europæisk markedsinfrastruktur, EMIR) blev offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende den 27. juli 2012 og trådte i kraft den 16. august 2012.

EMIR var en opfølgning på G20-ledernes tilsagn i september 2009: Alle standardiserede OTC-derivataftaler bør handles på fondsbørser eller eventuelt elektroniske handelsplatforme og cleares gennem centrale clearingsmodparter senest ved udgangen af 2012. OTC-derivataftaler bør indberettes til transaktionsregistre. Ikkecentralt clearede aftaler bør underlægges højere kapitalkrav¹.

Mange reguleringsmyndigheder for derivater over hele verden har nu også gennemført dette tilsagn i deres lovgivning.

Forud for finanskrisen i 2007 manglede reguleringsmyndighederne information om aktiviteterne på derivatmarkederne, hvilket betød, at risici kunne gå ubemærket hen, indtil de fik følger. Endvidere blev modpartskreditrisici mellem OTC-derivatmodparter ofte ikke begrænset, hvilket kunne føre til, at der opstod tab i tilfælde af en modparts misligholdelse, før den pågældende havde opfyldt sine forpligtelser. På grund af de store transaktioner på disse markeder og markedsdeltagernes indbyrdes forbundethed kunne sådanne tab udgøre en større trussel mod det finansielle system.

EMIR sigter derfor mod at fremme gennemsigtighed og standardisering på derivatmarkeder samt reducere systemiske risici gennem anvendelse af forordningens kernekrav. Det drejer sig om:

- I. central clearing af standardiserede OTC-derivataftaler
- II. marginkrav for OTC-derivataftaler, som ikke er clearet centralt
- III. krav om operationel risikobegrænsning for OTC-derivataftaler, som ikke er clearet centralt²
- IV. indberetning af alle derivataftaler
- V. krav til centrale modparter (CCP'er)
- VI. krav til transaktionsregistre.

¹ <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>

² *Krav om operationel risikobegrænsning* henviser til krav i henhold til artikel 11, stk. 1, i EMIR om at værdisætte, afstemme og bekræfte ikke-clearede OTC-derivattransaktioner og komprimere og afstemme porteføljer.

I overensstemmelse med artikel 85, stk. 1, i EMIR foretager Europa-Kommissionen en revision af EMIR og udarbejder en generel rapport herom, som fremsendes til Europa-Parlamentet og Rådet sammen med eventuelle forslag. Ved denne revision tages der hensyn til behovet for at støtte Europa-Kommissionens prioritering af fremme af beskæftigelse og vækst.

2. INPUT FRA INTERESSETER

EMIR finder anvendelse på næsten alle brugere af derivater³, bl.a. eventuelle modparter, som har tilladelse ifølge Unionens lovgivningsmæssige ramme for finansielle tjenesteydelser, ikkefinansielle modparter med hjemsted i Unionen samt CCP'er og transaktionsregistre. Da EMIR er en forordning, er den umiddelbart gældende i alle Unionens medlemsstater.

For at indhente input til revisionen fra interessenter foretog Kommissionen en offentlig høring om gennemførelsen af EMIR⁴. Denne høring fandt sted mellem den 19. maj og 13. august 2015, og der indkom 172 svar fra en bred vifte af interessenter i hele EU samt tredjelande.

Som led i opfordringen til indsendelse af dokumentation⁵ i forbindelse med kapitalmarkedsunionsinitiativet, som fandt sted mellem den 30. september 2015 og den 31. januar 2016, gjorde 278 respondenter indsigelse mod bestemmelser i EMIR. Det blev besluttet at afvente input til dette initiativ for at få et rimeligt og afbalanceret billede af status for gennemførelsen af EMIR og de udfordringer, den havde givet anledning til, så der kunne skabes et passende grundlag for en revision af EMIR. Et detaljeret resumé over høringssvarene vedrørende gennemførelsen af EMIR er anført i tilbagemeldingen.

Der er også indkommet en række rapporter fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) vedrørende forskellige emner under EMIR, som Kommissionen har taget hensyn til.

Endelig blev der som led i revisionen modtaget særlige bidrag fra visse EU-organer og -myndigheder i overensstemmelse med Kommissionens mandat til at revidere EMIR i henhold til artikel 85, stk. 1:

- a) ESCB-medlemmernes (Det Europæiske System af Centralbanker) vurdering af det eventuelle behov for foranstaltninger, som kan lette CCP'ers adgang til likviditetsfaciliteter hos centralbanken⁶: I sin vurdering finder ESCB, at

³ Visse offentlige organer i Unionen og tredjelande kan være fritaget for EMIR i henhold til artikel 1, stk. 4.

⁴ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/emir-revision/index_en.htm

⁵ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm

⁶ ESCB's rapport om det eventuelle behov for foranstaltninger, som kan lette CCP'ers adgang til likviditetsfaciliteter hos centralbanken.

kompetente myndigheder fortsat bør undersøge CCP'ers likviditetsrisikostyringsrammer, mens der ikke bør indføres bestemmelser om adgang til likviditet hos centralbanken i EMIR. ESCB er af den opfattelse, at dette kunne underminere centralbankens uafhængighed, som er sikret i artikel 130 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, og skabe moralsk risiko i stor målestok. Kommissionen er enig i ESCB's vurdering.

- b) ESMA's vurdering af den systemiske betydning af ikkefinansielle virksomheders transaktioner med OTC-derivater og især denne forordnings indvirkning på ikkefinansielle virksomheders brug af OTC-derivater⁷: ESMA konkluderer, at den nuværende risikoafdækningsstrategi ikke omfatter de vigtigste markedsaktører. ESMA foreslår at fjerne fritagelsen for risikoafdækning og overveje blot at indføre en enkelt tærskel for at indkredse de største markedsaktører målt på volumen. På grundlag af ESMA's input er Kommissionen enig i, at det for nogle ikkefinansielle modparter kan være alt for byrdefuldt at anvende den nuværende strategi under EMIR i betragtning af, at den måske ikke pålideligt reducerer den systemiske risiko. Risikoafdækningens karakter er ikke desto mindre en relevant faktor, når man ser på ikkefinansielle modparters systemiske relevans, fordi risikoafdækningsenheder normalt ikke er stærkt gearede og sidder inde med underliggende modsvarende positioner til deres OTC-derivataftaler.
- c) ESMA's undersøgelse af de tilsynsmæssige rammer for CCP'er, herunder effektiviteten af tilsynskollegier, de respektive afstemningsmodaliteter, som er fastsat i artikel 19, stk. 3, og ESMA's rolle, navnlig i forbindelse med proceduren for tilladelse til CCP'er⁸: ESMA afdækker nogle tilfælde, hvor der bør udvikles fælles tilgange, især for anvendelsen af de processer, der er omhandlet i artikel 15 og 49 i EMIR. Tilbage meldingen fra høringen viste, at der var stor interesse for at præcisere anvendelsen af disse artikler. Konvergens i tilsynet samt offentligt tilgængelige kriterier for anvendelsen af disse artikler vil blive overvejet yderligere af de europæiske myndigheder.
- d) Rapporter fra ESMA og ESRB om effektiviteten af marginkrav med henblik på at begrænse procyklalitet og behovet for at fastsætte yderligere interventionskapacitet inden for dette område⁹: Begge myndigheder fremsatte forslag til at forbedre behandlingen af procyklalitet. Kommissionen er enig i forslaget om at øge gennemsigtigheden i marginkravene, da det er oplysninger, clearingmedlemmer har brug for til effektivt at forvalte deres eksponeringer og

⁷ EMIR Review Report no.1 – Review on the use of OTC derivatives by non-financial counterparties.

⁸ ESMA review of CCP colleges under EMIR.

⁹ ESRB Report on the efficiency of margining requirements to limit pro-cyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area, ESMA's EMIR Review Report no. 2 – Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality.

forudsige pludselige marginændringer, men det vil være for tidligt at foretage andre ændringer under hensyntagen til den seneste anvendelse af eksisterende marginkrav og krav om bekæmpelse af procyklalitet og det forhold, at der ikke er sket svigt i marginstandarder siden da.

- e) ESMA's rapport om udviklingen inden for CCP'ernes politikker for krav til sikkerhedsstillelse, sikkerhedskrav og deres tilpasning til deres brugeres specifikke aktiviteter og risikoprofiler¹⁰: ESMA konkluderer, at der på nuværende tidspunkt ikke er behov for en revision af EMIR-bestemmelserne om krav til sikkerhedsstillelse og sikkerhedskrav, da delegeret forordning nr. 153/2013 er tilstrækkeligt detaljeret med hensyn til disse krav.

Bidragene fra de forskellige myndigheder viser, at gennemførelsen af EMIR opfylder forordningens oprindelige formål om at fremme gennemsigtighed og standardisering på derivatmarkederne samt reducere systemiske risici. Der er taget behørigt hensyn til disse bidrag ved udarbejdelsen af denne rapport. Kommissionen bemærker dog, at det på nogle områder vil være for tidligt at indføre væsentlige ændringer af EMIR i betragtning af den seneste anvendelse af eksisterende krav, og fordi der indtil nu ikke er sket svigt i anvendelsen af relevante standarder.

3. FORMÅL MED RAPPORTEN

Kommissionen skal i henhold til artikel 85, stk. 1, udarbejde en rapport.

Det er vigtigt at bemærke, at visse centrale krav i EMIR stadig mangler at blive gennemført eller afsluttet. Navnlig finder clearingforpligtelser og marginkrav for ikke-cleared OTC-derivattransaktioner på nuværende tidspunkt endnu ikke anvendelse fuldstændigt. I den forstand er det ikke muligt i øjeblikket at vurdere virkningen af EMIR i fuldt omfang.

Ikke desto mindre har interessenter afdækket en række problemer i forbindelse med gennemførelsen af de krav, som allerede finder anvendelse (nemlig indberetning til transaktionsregistre og krav til begrænsning af operationelle risici), samt problemer opstået under udarbejdelsen af clearing- og marginkrav.

Især hævder mange interessenter, at visse derivatmarkedsdeltagere står over for betydelige udfordringer med gennemførelsen af krav - såsom indberetning og clearing af visse transaktioner - og det i en sådan grad, at indsatsen ikke kan anses for at stå i et rimeligt forhold til formålene med EMIR og i nogle tilfælde kan have en alt for stor indvirkning på virksomhederne, da det vil være dyrt at opfylde disse krav sammenholdt med de fordele, det giver i form af markedsgennemsigtighed og finansiell stabilitet. Mange respondenter i den offentlige høring illustrerede deres svar

¹⁰ EMIR Review Report no.3 – Segregation and portability requirements.

med en sammenligning med de tilgange til reguleringsmæssige reformer, der er anlagt i andre jurisdiktioner.

Denne rapport indeholder et resumé af de områder, hvor høringsvar og specifikke bidrag fra forskellige myndigheder har vist, at det er nødvendigt at træffe foranstaltninger for at sikre, at formålene med EMIR opfyldes på en mere forholdsmæssig, effektiv og virkningsfuld måde.

4. DE VIGTIGSTE PROBLEMER

Der er generel støtte til EMIR's formål om at fremme gennemsigtighed og standardisering på derivatmarkederne og reducere systemiske risici gennem forordningens kernekrav. Disse kernekrav – clearing, marginkrav, indberetning, krav om begrænsning af operationelle risici og krav til transaktionsregistre og CCP'er – er fortsat en afgørende forudsætning for at opfylde formålene med EMIR og de internationale tilsagn om reguleringsmæssig reform.

Det er derfor opfattelsen, at der ikke bør foretages grundlæggende ændringer i karakteren af kernekravene i EMIR, som er en afgørende forudsætning for at sikre gennemsigtighed og begrænse systemiske risici på derivatmarkederne.

Ikke desto mindre blev der fremhævet en række områder, hvor EMIR-kravene kunne justeres uden at skade de overordnede mål med henblik på at:

- i) forenkle og øge kravenes effektivitet og
- ii) nedbringe uforholdsmæssige omkostninger og byrder.

4.1. Forenkling og forøgelse af kravenes effektivitet

Respondenter, bl.a. CCP'er, clearingmedlemmer, ikkefinansielle modparter, små finansielle institutioner og pensionsfonde, fremhævede en række krav, som kunne tilpasses for at sikre velfungerende derivatmarkeder eller gøre det lettere for markedsdeltagerne at gennemføre kravene uden at skade målene med EMIR eller indføre ekstra reguleringsmæssige byrder.

4.1.1. Indførelse af en mekanisme til at suspendere clearingforpligtelsen

Både ESMA og ESRB understregede, at der mangler en mekanisme under EMIR til hurtigt at suspendere clearingmekanismen, og anførte, at det kan være nødvendigt at reagere hurtigt på dramatiske ændringer i markedsvilkårene (f.eks. væsentlige ændringer i clearret volumen eller likviditet) og hurtigt fjerne eller suspendere en clearingforpligtelse, hvis markedssituationen kræver det. Flere andre respondenter støttede også indførelsen af en sådan mekanisme.

Clearingforpligtelser kan ændres eller fjernes gennem reguleringsmæssige tekniske standarder, men den proces kan tage flere måneder. Endvidere kan man forestille sig omstændigheder, hvor en fremskyndet procedure til at suspendere en clearingforpligtelse kan være nødvendig for at undgå markedsforstyrrelser.

Kommissionen vil derfor foreslå **en mekanisme til at suspendere en clearingforpligtelse som led i forslaget vedrørende genopretning og afvikling af CCP'er med henblik på afvikling og overveje muligheden for at udvide omfanget af suspensionen af en clearingforpligtelse med andre hensigtsmæssige formål.**

4.1.2. Fremme af forudsigeligheden af marginkrav

Mange respondenter, især erhvervssammenslutninger og banker, bemærkede, at det i øjeblikket kan være vanskeligt at forudsige, hvilke marginniveauer de vil blive pålagt at stille til CCP'er for centralt clearede transaktioner. Disse respondenter antydede, at en bedre informationsdeling fra CCP'er til clearingmedlemmer kunne afhjælpe denne mangel. Både ESMA og ESRB opfordrede også i deres rapporter om procyklikalitet og marginkrav til større gennemsigtighed om marginstandarder og krav til procyklikalitet. **Bedre informationsdeling kunne gøre overholdelsen af marginkravene mere effektiv for markedsdeltagerne og sætte dem i stand til at forvalte deres egne aktiver bedre.**

Med hensyn til *ikkecleared* transaktioner bemærkede nogle respondenter, især finansielle institutioner, tilsvarende, at der manglede et klart mandat til, at myndighederne kunne godkende initialmarginmodeller, hvilket kan føre til usikkerhed blandt markedsdeltagerne om, hvorvidt myndighederne anser deres beregninger for at være helt i overensstemmelse med forskrifterne. **Et mandat til, at myndighederne kan godkende initialmarginmodeller, kan øge sikkerheden for både markedsdeltagere og myndigheder.**

4.1.3. Strømlinet handelsindberetning

Spørgsmålet om indberetning til transaktionsregistre affødte et betydeligt antal svar fra markedsdeltagere og myndigheder. Respondenter, primært erhvervssammenslutninger og virksomheder, men også offentlige myndigheder, konsulentvirksomheder, NGO'er og en fagforening, anførte, at mange indberetninger fra de to modparter vedrørende den samme transaktion i øjeblikket ikke afspejles korrekt i transaktionsregistrene. Dette tilskrives delvis en mangel på klarhed om, hvad der skal indberettes og hvordan, og forskelle i transaktionsregistrenes krav. Respondenter anførte videre, at kravene kunne forenkles betydeligt, uden at man ville miste afgørende data, især med hensyn til børshandlede derivater. Da det er vanskeligt at indsende nøjagtige data og matche dem, satte respondenter også spørgsmålstegn ved, om dataene var så pålidelige og anvendelige, som de bør være. Endelig satte respondenterne spørgsmålstegn ved det nyttige i kravet om at indberette transaktioner fra før ikrafttrædelsen af indberetningsforpligtelsen (såkaldt "backloading"), da det er en stor udfordring at indberette disse data, da de dækker derivataftaler, som blev indgået, før modparterne kunne vide, hvilke informationer der skulle opbevares og indberettes – og de betragtes som stadig mindre nyttige, da der er tale om historiske data, som ikke er af afgørende betydning for reguleringsmyndighederne.

Mange respondenter bemærkede, at der kunne foretages forbedringer vedrørende transaktionsregistrene, så dataindsamlingen kunne gøres mere effektiv, især ved at

Unionens transaktionsregistre benyttede fælles metoder. Endvidere anførte ESMA, at det kan være nødvendigt at forhøje bøderne til transaktionsregistre for at sikre et effektivt tilsyn.

Det er væsentligt at fremme gennemsigtigheden ved at strømline indberetningskravene på visse områder og styrke transaktionsregistrenes funktionsmåde, hvis EMIR's formål skal opfyldes i fuldt omfang. Det er således opfattelsen, at der bør foretages en videre vurdering af de aktuelle regler for at træffe specifikke foranstaltninger for at nå det mål. Dette kan også bidrage til at gøre markedsdeltagernes byrde med at overholde reglerne mindre.

Endvidere står visse tredjelandes myndigheder over for retlige udfordringer med hensyn til at gennemføre aftaler (dvs. indgå en international aftale), som det i øjeblikket kræves ifølge EMIR med henblik på gensidig adgang til data i transaktionsregistre. **Der bør derfor undersøges alternative metoder til at give tredjelandes myndigheder adgang til transaktionsregistres data, som giver passende sikkerhed.**

4.2 Nedbringelse af uforholdsmæssige omkostninger og byrder

4.2.1. Transaktionernes omfang

Svarene pegede på en række områder, hvor omfanget af transaktioner, som er dækket af krav, kunne anses for unødvendigt for at nå målene med EMIR.

Især blev der sat spørgsmålstegn ved, om kravet om at cleare aftaler indgået, før clearingforpligtelsen træder i kraft (såkaldt "frontloading"), er forholdsmæssigt i betragtning af det begrænsede antal aftaler, der vil være omfattet, da det i sagens natur er en midlertidig foranstaltning, sammenholdt med vanskelighederne og usikkerheden ved at anvende clearingforpligtelser med tilbagevirkende kraft. Nogle virksomheder og erhvervs sammenslutninger satte spørgsmålstegn ved, om det er forholdsmæssigt at anvende krav om begrænsning af operationelle risici på koncerninterne transaktioner, i betragtning af at disse transaktioner foretages inden for de samme koncerner, hvor koordinering mellem modparter er en iboende del af transaktionernes karakter.

Det er hensigtsmæssigt at vurdere, i hvilket omfang transaktioner indgået før clearingforpligtelsens ikrafttræden og koncerninterne transaktioner fortsat bør ligge inden for de relevante kravs anvendelsesområde.

4.2.2. Enhedernes omfang

a) Ikkefinansielle modparter

Med hensyn til omfanget af de modparter, som er dækket af EMIR-kravene, bemærkede respondenter, at ikkefinansielle modparter står over for betydelige udfordringer med at opfylde krav, især indberetningskrav, på grund af begrænsede ressourcer og erfaring. Under hensyntagen til betydningen af disse udfordringer satte mange ikkefinansielle modparter spørgsmålstegn ved, om sådanne modparter udgør en

systemisk risiko i en grad, som berettiger fortsat anvendelse af EMIR-krav. Respondenter anførte også, at EMIR ser ud til at være strengere over for ikkefinansielle modparter end mange lignende reguleringsmæssige ordninger i tredjelande.

Derfor er det hensigtsmæssigt at vurdere, om der bør foretages justeringer i omfanget af kernekrav under EMIR for at afhjælpe udfordringerne for de ikkefinansielle modparter.

Sådanne justeringer kunne omfatte fjernelse af lovfæstede forpligtelser for ikkefinansielle modparter til at opfylde krav om begrænsning af operationelle risici og forenkling af indberetningen af deres transaktioner. Med henblik på at bevare anvendelsen af EMIR's centrale mål om finansiell stabilitet bør sådanne transaktioner dog ikke helt undtages fra disse krav. Man bør overveje, om a) finansielle modparter bør indberette data om derivater på vegne af ikkefinansielle modparter, b) finansielle modparter, men ikke ikkefinansielle modparter, bør sikre, at der anvendes krav om begrænsning af operationelle risici for transaktioner med ikkefinansielle modparter, og c) ikkefinansielle modparter bør fritages for at indberette deres koncerninterne transaktioner.

I sin rapport om dette emne kastede ESMA desuden nyt lys over ikkefinansielle modparters aktiviteter efter indførelsen af indberetningskravene ifølge EMIR. Det fremgår klart af ESMA's resultater, at ikkefinansielle modparter kan finde det vanskeligt at overvåge afdækningsundtagelsen og anvende den i praksis. Dette kunne resultere i en inkonsistent reguleringsmæssig behandling af ikkefinansielle modparter i Unionen. Det fremgår også klart af foreliggende data, at ikkefinansielle modparter har en lav grad af forbundethed med det finansielle system, da de handler med meget få modparter på markederne, i gennemsnit 1-2 pr. enhed sammenlignet med finansielle modparter, som i gennemsnit har 31 modparter pr. enhed.

På grundlag af ESMA's bidrag kan det konkluderes, at nogle ikkefinansielle modparter finder anvendelsen af den aktuelle tilgang ifølge EMIR byrdefuld, og at den måske ikke reducerer den systemiske risiko væsentligt. Det er dog opfattelsen, at arten af afdækningsaktivitet ikke desto mindre er en relevant faktor, når man ser på ikkefinansielle modparters systemiske relevans, da enheder, som afdækker, normalt ikke er stærkt gearede og sidder inde med underliggende modsvarende positioner til deres OTC-derivataftaler.

Under hensyntagen til ikkefinansielle modparters begrænsede forbundethed i det finansielle system, som fremgår af foreliggende data, bør det yderligere overvejes, om eventuelle ikkefinansielle modparter eller nogle af dem baseret på volumen eller aktivitetstype på derivatmarkederne bør omfattes af clearing- og marginkrav.

Ved denne overvejelse bør der tages hensyn til, at nogle ikkefinansielle modparter kan blive omklassificeret, når MIFID II gennemføres.

b) Små finansielle modparter

Ud over ikkefinansielle modparters vanskeligheder anførte små finansielle institutioner og erhvervssammenslutninger og nogle offentlige myndigheder, at de, når de foretog begrænsede derivathandler, stod over for betydelige udfordringer med at få adgang til den clearing, som er nødvendig for at opfylde de kommende clearingforpligtelser. Ifølge respondenterne skyldtes dette primært de krav til gearingsgraden, som clearingmedlemmerne forventede ifølge kapitalkravsforordningen¹¹, og som anses for at kunne gøre det for dyrt for dem at tilbyde kundeclearingtjenester. En anden hindring, respondenterne anførte, var manglen på både fleksibilitet og sikkerhed om mulighederne for adskillelse og overførbare. Respondenter fremhævede udfordringer med at anvende disse krav, især da de kan være vanskelige at gennemføre i visse medlemsstater på grund af nationale konkurslovgivninger. Endelig antydede flere respondenter, at selv om de nævnte hindringer kunne fjernes, foretager visse små finansielle modparter, der er omfattet af clearingkrav, så begrænsede handler i OTC-derivater, at det ikke er økonomisk rentabelt for dem at oprette clearingløsninger. **Det bør overvejes at afhjælpe hindringer for kundeclearing.**

c) Pensionsordninger

Pensionsordninger er i øjeblikket undtaget fra clearing efter EMIR ved en delegeret forordning fra Kommissionen¹². Denne undtagelse udløber senest den 16. august 2017 og kan forlænges i endnu et år ved en anden delegeret retsakt fra Europa-Kommissionen. Som beskrevet i rapporten fra Kommissionen vedrørende de fremskridt og bestræbelser, som CCP'erne har gjort for at udvikle tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikke-kontant sikkerhed som variationsmarginer, såvel som behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette en sådan løsning¹³ er det imidlertid usandsynligt, at der inden for en overskuelig fremtid vil være clearingløsninger til rådighed, så pensionsordninger kan overføre ikkekontante aktiver som variationsmarginer. Når den midlertidige clearingundtagelse ifølge EMIR udløber, vil pensionsordninger enten i) være afhængige af repomarkedene med henblik på omdannelse af sikkerhedsstillelse eller ii) øge deres kontantbeholdninger i

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 176 af 27.6.2013).

¹² Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/1515 af 5. juni 2015 om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår forlængelsen af overgangsperioderne vedrørende pensionsordninger (EUT L 239 af 15.9.2015).

¹³ Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet i henhold til artikel 85, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, vedrørende de fremskridt og bestræbelser, som CCP'erne har gjort for at udvikle tekniske løsninger til pensionsordningers overførsel af ikke-kontant sikkerhed som variationsmarginer, såvel som behovet for eventuelle foranstaltninger, der kan lette en sådan løsning (COM(2015)39 final af 3.2.2015).

forhold til deres beholdninger af ikkekontante aktiver. Det første scenarie sikrer måske ikke en robust løsning på tidspunkter med markedsvolatilitet, og en belastning af repomarkedernes kapacitet kunne udgøre likviditets- og stabilitetstrusler for disse markeder mere bredt. Det andet scenarie vil have en negativ indvirkning på pensionsmodtageres pensionsindkomster, som ved den baselineundersøgelse,¹⁴ Europa-Kommissionen bestilte, blev anslået til at være op til 3,66 % over hele EU over 20-40 år¹⁵.

Der bør foretages en vurdering af, om den nuværende undtagelse kan forlænges eller gøres permanent uden at bringe EMIR's mål om at nedbringe den systemiske risiko i fare, da pensionsordninger stadig ville være underlagt bilaterale marginkrav til OTC-transaktioner, som ikke cleares centralt, hvilket begrænser systemiske risici.

5. KONKLUSIONER

Der synes ikke at være behov for at foretage grundlæggende ændringer i karakteren af EMIR's kernekrav, som er en afgørende forudsætning for at sikre gennemsigtighed og begrænse systemiske risici på derivatmarkederne.

Efter at have analyseret de bidrag, der er indkommet som led i EMIR-vurderingsprocessen og opfordringen til indsendelse af dokumentation, bør det alligevel overvejes at afhjælpe de problemer, som er afdækket i denne rapport.

Især er der behov for yderligere vurdering for at afgøre, hvordan man kan imødegå de anførte udfordringer og give mulighed for en strømlinet anvendelse af EMIR, der kan fjerne alt for store reguleringsmæssige byrder for markedsdeltagerne og sikre en smidigere gennemførelse af kravene, samtidig med at det sikres, at målene med EMIR alligevel opfyldes. Under denne proces bør de internationale principper på derivatmarkedsområdet nøje overvejes for at sikre, at de globale markeder fungerer effektivt. Endvidere ville dette initiativ støtte Kommissionens dagsorden om bedre regulering ved at fjerne unødvendige omkostninger, som i øjeblikket bæres af virksomhederne, og som kunne frigøre midler til investering.

Kommissionen vil foreslå en lovgivningsmæssig revision af EMIR i 2017 inden for rammerne af Refit, som bliver ledsaget af en konsekvensanalyse med en mere tilbunds gående gennemgang af de forskellige relevante problemer. Som led i denne revision vurderer Kommissionen også de relevante tekniske standarder, som er knyttet til EMIR.

Endelig foreslår Kommissionen også lovgivning om genopretning og afvikling af CCP'er, der omhandler elementer, som ikke er dækket af EMIR såsom planlægning af

¹⁴ Baseline report on solutions for the posting of non-cash collateral to central counterparties by pension scheme arrangements – 25. juli 2014.

¹⁵ *ibid.*

genoprettelse, planlægning af afvikling og fjernelse af hindringer for afviklingsmulighederne for CCP'er, således at myndighederne kan behandle deres finansielle vanskeligheder effektivt uden unødigt at skabe finansiell stabilitet eller bringe offentlige midler i fare.