



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 7.12.2022
COM(2022) 696 final

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL
EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK OG
DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG**

På vej mod et stærkere clearingsystem i EU

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET, RÅDET, DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK OG DET EUROPÆISKE ØKONOMISKE OG SOCIALE UDVALG

På vej mod et stærkere clearingsystem i EU

1. INDLEDNING

Et sikkert, robust og konkurrencedygtigt clearingøkosystem i EU er afgørende for en velfungerende kapitalmarkedsunion. Central clearing understøtter handelen på kapitalmarkederne. Når handler cleares centralt, fungerer en central modpart (CCP) som mellemmand mellem parterne i handelen, dvs. at CCP'en agerer som køber over for sælger og sælger over for køber og garanterer opfyldelsen af kontrakterne. Det kan den gøre takket være et system af garantier, som den indhenter fra parterne. Central clearing indebærer, at den enkelte part har en enkelt nettoeksponering mod CCP'en i stedet for et komplekst netværk af bilaterale eksponeringer mod individuelle modparter. På denne måde øger CCP'er markedsgennemsigtigheden og -effektiviteten samt mindsker risiciene på de finansielle markeder, navnlig for derivater. CCP'er spiller en central rolle i clearingøkosystemet, som både omfatter enheder, der deltager direkte i CCP'er (som "clearingmedlemmer"), f.eks. store banker og investeringsselskaber, og enheder, der deltager indirekte i CCP'er (dvs. gennem clearingmedlemmer), f.eks. investeringsfonde, mindre banker, forsikringsselskaber og virksomheder. Hvis clearingens ikke fungerer effektivt, står de finansielle institutioner, virksomheder og investorer over for flere risici og højere omkostninger.

EU-reglerne for clearing og CCP'er er fastsat i forordningen om europæisk markedsinfrastruktur (EMIR)¹ suppleret af forordningen om et regelsæt for genopretning og afvikling af CCP'er². EMIR udgør en stærk ramme for risikostyring og gennemsigtighed på clearingmarkederne. Der er imidlertid opstået nye udfordringer.

For det første er clearingkapacitet en vigtig dimension af kapitalmarkedsunionen — derfor har EU brug for et konkurrencedygtigt og moderne clearingsystem. Kapitalmarkedsunionen handler om at opbygge dybe og likvide EU-kapitalmarkeder, der kan opfylde EU-borgernes, virksomhedernes og de finansielle institutioners behov. Kommissionen fortsætter med at gennemføre handlingsplanen for kapitalmarkedsunionen fra 2020³. Sideløbende med denne meddelelse vedtager Kommissionen et lovgivningsforslag, der skal gøre det mindre byrdefuldt for virksomheder at lade sig børsnotere og rejse kapital på offentlige børser ("loven om børsnotering"). Kommissionen fremsætter også et forslag om at harmonisere centrale aspekter af insolvenslovgivningen for derved at gøre noget ved en af de vigtigste hindringer for grænseoverskridende investeringer i EU. En ægte kapitalmarkedsunion bygger dog på konkurrencedygtige markedsinfrastrukturer. Som led i kapitalmarkedsunionen har Kommissionen allerede foreslået en revision af forordningen om

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, EUT L 201 af 27.7.2012, s. 1.

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2021/23 af 16. december 2020 om et regelsæt for genopretning og afvikling af centrale modparter, EUT L 22 af 22.1.2021, s. 1.

³ Kommissionens meddelelse "En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder — ny handlingsplan", COM/2020/590 final.

markeder for finansielle instrumenter⁴ og af de lovgivningsmæssige rammer for værdipapircentraler⁵. For at styrke kapitalmarkedsunionen er EU også nødt til at styrke sin indenlandske clearingkapacitet.

For det andet skal EU's clearingøkosystem være **sikkert og modstandsdygtigt**. EU's tilsyn skal styrkes for at sikre korrekt overvågning af og kontrol med grænseoverskridende risici inden for EU, der vil opstå i takt med, at clearingmængderne øges. For at opbygge modstandsdygtighed er det vigtigt at tage erfaringerne fra **den seneste udvikling på energimarkederne** i betragtning, hvor flere energiselskaber står over for likviditetsproblemer, når de anvender derivater. Denne udvikling har vist, at det er nødvendigt at styrke EMIR, således at risiciene for EU's finansielle stabilitet fortsat imødegås, når der opstår nye udfordringer. Det betyder, at der skal opbygges et sikkert og robust clearingøkosystem i EU, som er i stand til at modstå økonomiske stød. Et sådant økosystem vil gøre det muligt for en bred vifte af deltagere, herunder energiselskaber, at afdække deres risici effektivt og sikkert for bedre at kunne forudsige marginkrav og dermed forvalte deres likviditetsbehov mere effektivt.

For det tredje er konkurrencedygtige, veludviklede og modstandsdygtige CCP'er i EU en forudsætning for EU's åbne strategiske autonomi. Det er afgørende, at EU fortsat er åbent over for globale finansielle markeder for at tiltrække investorer og støtte europæiske virksomheders globale konkurrenceevne. Samtidig indebærer de meget store mængder af kontrakter i euro, der cleares hos centrale modparter i Det Forenede Kongerige, efter Det Forenede Kongeriges udtræden af EU risici for den finansielle stabilitet i EU og for transmissionen og gennemførelsen af EU's pengepolitik. Opbygning af en solid clearingkapacitet i EU mindsker de risici, der er forbundet med en meget stor eksponering mod tredjelands-CCP'er.

I forbindelse hermed fremlagde Kommissionen den 7. december 2022 lovgivningsforslag om ændring af EMIR og anden lovgivning for at gøre EU til et mere attraktivt og omkostningseffektivt clearingknudepunkt og afhjælpe potentielle sårbarheder. Disse foranstaltninger vil påvirke både udbuddet af og efterspørgslen efter clearingydelser. De vil bidrage til at udvide viften af clearingløsninger, der tilbydes af CCP'er i EU, og øge deres likviditet ved at tilskynde flere markedsdeltagere til at klare i EU.

Forud for disse forslag har der været omfattende høringer, herunder med medlemmer af Europa-Parlamentet, repræsentanter for medlemsstaterne og deres myndigheder, de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er), Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), Den Europæiske Centralbank (ECB) og den fælles tilsynsmekanisme (SSM) samt en bred vifte af interessenter i branchen⁶. Effekten af disse foranstaltninger afhænger ikke kun af lovændringerne, men også af, at alle involverede aktører — både offentlige og private —

⁴ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 600/2014 for så vidt angår forbedring af gennemsigtigheden af markedsdata, fjernelse af hindringer for konsolideret løbende handelsinformation, optimering af handelsforpligtelserne og forbud mod at modtage betalinger for videresendelse af kundeordrer, COM/2021/727 final.

⁵ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 909/2014 for så vidt angår afviklingsdisciplin, grænseoverskridende levering af tjenesteydelser, tilsynssamarbejde, levering af bankmæssige accessoriske tjenesteydelser og krav til tredjelands værdipapircentraler, COM/2022/120 final.

⁶ I 2021 stod Kommissionen i spidsen for en arbejdsgruppe om mulighederne og udfordringerne ved at overføre clearing af derivater fra Det Forenede Kongerige til EU's CCP'er, og i 2022 afholdt den en målrettet høring samt møder med repræsentanter for medlemsstaterne og Europa-Parlamentet.

udviser engagement og ansvarsfølelse. Lovgivere og politiske beslutningstagere kan fastsætte betingelserne for et forbedret clearingsystem i EU, men i sidste ende er det op til markedsdeltagerne selv at gøre brug af de muligheder, som lovgivningen giver. Offentlige myndigheder i EU kan også spille en vigtig rolle ved at foregå med et godt eksempel og bidrage til et mere sikkert, modstandsdygtigt og konkurrencedygtigt clearingøkosystem i Den Europæiske Union.

2. ET KONKURRENCEDYGTIGT OG MODERNE CLEARINGSYSTEM I EU

a. For CCP'er

CCP'er er katalysatorer for finansiell stabilitet og skal kunne reagere dynamisk på udviklingen på markederne. EMIR etablerede en solid ramme for central clearing. Men visse områder af den nuværende tilsynsramme har vist sig at være alt for komplekse. Tilsynsmyndighedernes godkendelsesprocedurer for EU-CCP'ers iværksættelse af nye clearingydelser og -aktiviteter kan være unødigt lange og besværlige og være til hinder for, at der lanceres nye produkter på markedet. Ændringer i CCP'ers risikomodeller står over for lignende udfordringer. Det bør ikke tage år at godkende et nyt produkt, og det skal være muligt for CCP'er at ændre deres risikomodeller hurtigt for at afspejle skiftende markedsforhold og økonomiske forhold. Forsinkelser i godkendelser øger omkostningerne og begrænser EU-CCP'ernes konkurrenceevne, hvilket mindsker EU's tiltrækningskraft som et sted at drive forretning. Det er derfor bydende nødvendigt, at disse hindringer fjernes.

Nøgletiltag: Lovgivningsforslaget om ændring af EMIR indfører nye procedurer, som de myndigheder, der er involveret i tilsynet med EU's CCP'er, bør følge for at godkende nye aktiviteter eller tjenesteydelser, som EU-CCP'er ønsker at tilbyde, samt ændringer i risikomodeller. De dokumenter, som CCP'er skal fremlægge sammen med deres ansøgninger, er standardiserede, og tidsrammen for at opnå godkendelse er reduceret til nogle få uger. Der indføres også en ny, kort procedure for iværksættelse af nye aktiviteter og tjenesteydelser uden væsentlige ændringer af en CCP's forretningsmodel. Disse reformer vil i betydelig grad afkorte den tid, det tager for CCP'er at markedsføre et produkt eller foretage en væsentlig modelændring. CCP'er i EU opfordres til i videst mulig udstrækning at udnytte de potentielle muligheder, som en ny ramme giver, bl.a. ved at udvide deres produktsortiment for at imødekomme efterspørgslen fra deres clearingmedlemmer og kunder.

b. For deltagere i den finansielle sektor

Omkostningerne for finansielle deltagere, der benytter sig af CCP'ers tjenesteydelser, f.eks. investeringsfonde og forsikringselskaber, bør også reduceres, når de anvender clearingydelser. Efter reformerne, der fulgte i kølvandet på krisen i 2008, og overgangen til centraliseret clearing blev der også foretaget visse justeringer inden for bankrammen, som gjorde det muligt for banker at opnå en privilegeret kapitalbehandling, når de clearer hos en godkendt eller anerkendt CCP⁷ i stedet for at deltage i bilaterale transaktioner⁸. Dette giver mening, fordi CCP-clearing reducerer modpartskreditrisikoen. Disse ændringer af tilsynsreglerne for banker er imidlertid ikke blevet fuldt ud afspejlet i andre dele af

⁷ En godkendt CCP er en CCP, der er etableret i en medlemsstat og meddelt tilladelse i henhold til EMIR (artikel 14). En anerkendt CCP er en tredjeland-CCP, der er anerkendt af ESMA til at levere clearingydelser til clearingmedlemmer og handelspladser, der er etableret i EU, i overensstemmelse med EMIR (artikel 25).

⁸ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012, EUT L 176 af 27.6.2013, s. 379.

lovgivningen om den finansielle sektor. UCITS-direktivets⁹ nuværende regler om grænser for modpartseksponeringer i forbindelse med derivattransaktioner afspejler f.eks. ikke fuldt ud, i hvilken udstrækning central clearing er risikoreducerende for forvaltere af investeringsfonde. Der er ligeledes uoverensstemmelser i Solvens II-rammen for forsikringsselskaber¹⁰.

Denne mangel på konsekvens er blevet mere problematisk, da CCP'er i EU er begyndt at tilbyde nye måder at få adgang til clearing på, som hjælper fonde og forsikringsselskaber. I henhold til Solvens II-rammen kan de CCP-relaterede eksponeringer for forsikringsselskaber, der ønsker at blive direkte CCP-medlemmer, f.eks. være underlagt højere kapitalkrav, end hvis forsikringsselskaberne fungerer som indirekte clearingdeltagere. Disse højere kapitalkrav lægger en dæmper på lysten til at anvende disse nye adgangsmodeller. Nogle af EU's pensionsordninger, som vil blive omfattet af en clearingforpligtelse i juni 2023, er allerede begyndt eller er lige ved at begynde at anvende de nye adgangsmodeller. Jo flere aktører, der er involveret i systemet, jo mere likviditet og jo flere muligheder vil der være for at foretage transaktioner.

Nøgletiltag: Ud over kravet om en aktiv konto hos EU-CCP'er (se afsnit 4) ændrer de lovgivningsforslag, der blev vedtaget den 7. december 2022, UCITS-direktivet og forordningen om pengemarkedsforeninger¹¹ for bedre at afspejle den risikoreducerende rolle, som CCP'er, der er meddelt tilladelse i EU eller anerkendt af ESMA, spiller. For så vidt angår forsikringsselskaber har Kommissionen til hensigt at se nærmere på problemet med den ufordelagtige tilsynsmæssige behandling, som forsikringsselskaber underkastes, hvis de bliver et direkte clearingmedlem. Dette tiltag vil blive gennemført i forbindelse med den kommende revision af den relevante delegerede forordning¹².

3. ET SIKKERT OG MODSTANDSDYGTIGT CLEARINGØKOSYSTEM

a. Sikring af et solidt og fælles tilsyn

Udviklingen af EU's clearingøkosystem kan medføre yderligere risici i EU som følge af øgede clearingmængder. For at gøre det muligt at styre disse risici korrekt, er det nødvendigt, at CCP'er i EU er omfattet af et grundigt tilsyn både på nationalt plan og i EU-regi. Clearing spiller en central rolle i EU's finansielle system, og risici som følge af tilsynssvigt stopper ikke ved nationale grænser.

Den seneste markedsudvikling har også bekræftet behovet for en mere holistisk risikoovervågning og -kontrol. CCP'erne er led i en kompleks kæde af indbyrdes afhængighedsforhold, og central clearing er ikke kun forretninger, som CCP'er og visse store banker udfører, men den involverer forskellige typer af økonomiske aktører i forskellige medlemsstater. Den seneste markedsudvikling har understreget behovet for bedre oplysninger om forbindelserne mellem de enkelte led og den indbyrdes afhængighed i hele

⁹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32.

¹⁰ Delegeret forordning (EU) 2015/35, EUT L 12 af 17.1.2015, s. 1.

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 af 14. juni 2017 om pengemarkedsforeninger, EUT L 169 af 30.6.2017, s. 8.

¹² I forbindelse med gennemgangen af Solvens II-direktivet konkluderede Kommissionen, at der er behov for supplerende ændringer af delegeret forordning (EU) 2015/35 for at nå alle målene med gennemgangen (se COM(2021) 580 final). På denne baggrund har Kommissionen indledt drøftelser om, hvilke ændringer der muligvis skal foretages af delegeret forordning (EU) 2015/35.

clearingkæden. Selv om CCP'erne er robuste, kan markedsdeltagernes likviditetsproblemer føre til sårbarheder, som skal identificeres og afhjælpes.

Det betyder, at EU skal styrke rammerne for myndighedernes effektive samarbejde på stedet, dele viden og indsigt og udvikle en fælles tilsynskultur ud fra bottom-up-princippet. Det er nødvendigt at udvikle et økosystem, som involverer EU-organer i overvågningen af clearingkæder, der løber på tværs af medlemsstater og markeder. Dette gælder især i nødsituationer¹³, hvor beslutninger skal træffes med helheden for øje af hensyn til både EU's og medlemsstaternes økonomier.

Disse mål kan nås ved at bygge videre på EU's nuværende tilsynssystem. Tilsynsordningerne for CCP'er blev reformeret i 2019. De nationale CCP-tilsynsmyndigheder har fortsat det endelige ansvar for tilsynet med CCP'er, der er etableret på deres område, men ESMA's rolle er blevet styrket med oprettelsen af et CCP-tilsynsudvalg bestående af EU-CCP-tilsynsmyndigheder, tre uafhængige medlemmer og centralbanker til visse drøftelser. Tilsynsudvalget fører tilsyn med systemiske tredjeland-CCP'er, mens dets rolle for EU-CCP'er hovedsagelig er at fremme konvergens.

Nøgletiltag: Kommissionens lovgivningsforslag videreudvikler og styrker EU's tilsynsramme, bl.a. ved at: i) oprette fælles tilsynshold til varetagelse af visse opgaver for at skabe grundlag for et mere samarbejdsbaseret tilsyn med et bredere EU-perspektiv og udvikle tilsynsmæssig viden og erfaring i hele EU, ii) gøre det lettere for EU-myndigheder såsom ESA'erne, ECB, ESRB og FTM at overvåge grænseoverskridende risici for EU i hele clearingkæden, og iii) give ESMA mulighed for gennem sit CCP-Tilsynsudvalg at koordinere fælles reaktioner på nødsituationer på grundlag af ajourførte oplysninger.

b. En mere robust ramme for clearing af råvarederivater

Råvarederivatmarkederne gør det muligt for virksomheder, herunder energiproducenter, -leverandører og -distributører, at styre risikoen for volatile priser, og de gør det muligt for kunderne at indgå langfristede faste kontrakter. I løbet af sommeren har prisstigninger og ekstrem volatilitet på energiderivatmarkederne ført til likviditetsproblemer for energiselskaberne. Disse markedsdeltagere har været udsat for et likviditetspres på grund af højere marginkrav som følge af stigende priser. Som led i pakken af nødforanstaltninger på energiområdet har Kommissionen f.eks. foreslået at udvide listen over aktiver, der kan stilles som sikkerhed hos CCP'er i EU¹⁴.

Den seneste markedsudvikling har dog allerede vist, at der ud over disse nødforanstaltninger er behov for strukturelle forbedringer af EMIR-rammen. De mere vidtrækkende konsekvenser af den seneste markedsudvikling bør undersøges nøje, således som ESMA også har foreslået i et nyligt brev til Kommissionen¹⁵. Afdækning af energieksposoneringer er blevet mere udfordrende for nogle deltagere, da volatiliteten i råvarepriserne er øget, og CCP'erne

¹³ Nødsituationer omfatter f.eks. situationer, der påvirker CCP'ens soliditet eller modstandsdygtighed, eller udviklinger på de finansielle markeder, som kan have en negativ indvirkning på f.eks. det finansielle systems stabilitet i de medlemsstater, hvor CCP'en eller et af dens clearingmedlemmer er etableret (jf. artikel 24 i den foreslåede forordning).

¹⁴ Meddelelse fra Kommissionen "Nødforanstaltninger på energiområdet — Fælles forberedelser, indkøb og beskyttelse af EU", COM/2022/553 final.

¹⁵ ESMA's brev til Europa-Kommissionen af 22. september 2022 findes på <https://www.esma.europa.eu/file/125192/download?token=6iK84Onz>.

har skærpet marginkravene. Marginkravene stiger i stressscenarier, hvilket afspejler de højere risici, som markedsdeltagerne står over for. Central clearing øger derfor behovet for at sikre korrekt likviditetsstyring hos alle clearingdeltagere, således at de kan opfylde deres marginkrav. Desuden har den seneste markedsudvikling henledt opmærksomheden på den måde, hvorpå ikke-finansielle enheder, såsom virksomheder, har adgang til CCP'er, da likviditetspresset kan være større, hvis en virksomhed får direkte adgang til en CCP, uden at et finansielt clearingmedlem som f.eks. en bank deltager som mellemed. EU's clearingøkosystem bør gøre det muligt for EU-virksomheder at afdække deres risici effektivt og sikkert, samtidig med at den finansielle stabilitet sikres. På denne måde kan og vil central clearing støtte EU's økonomi.

Nøgletiltag: Lovgivningsforslaget om ændring af EMIR gør det muligt for virksomhederne at få en bedre forståelse af deres fremtidige potentielle likviditetsbehov, når de clearer centralt, ved at kræve, at marginmodellerne skal være mere gennemsigtige for alle. Det er lettere for en virksomhed at planlægge sine likviditetsbehov, hvis den forstår, hvilken type marginkrav den kan komme til at stå over for, navnlig i en stresssituation. CCP'er i EU stiller allerede værktøjer til rådighed, der simulerer marginmodellers udvikling. Disse oplysninger bør dog videregives ned gennem clearingkæden, da de likviditetsbehov, der opstår som følge af marginkrav, ikke stopper ved det enkelte clearingmedlem. Det er derfor nødvendigt, at disse tydeligt forklarer deres kunder, hvordan marginkrav fungerer, og stiller simuleringer under forskellige scenarier til rådighed for dem. Lovgivningsforslaget om ændring af EMIR styrker også kravene til at kunne deltage i en CCP for at undgå, at unødige risici forplanter sig til andre clearingmedlemmer. Hvis ikke-finansielle virksomheder har direkte adgang til en CCP, skal de være bedre rustet til at opfylde deres forpligtelser. Lovgivningsforslaget tager også hensyn til ESMA's henstillinger om at ændre metoden til fastsættelse af clearinggrænseværdien, så den bliver mere forudsigelig og lettere at gennemføre. Ifølge lovgivningsforslaget skal ESMA også gennemgå og præcisere betingelserne for, at en transaktion kan betragtes som en afdækning og derfor ikke tæller med i clearinggrænseværdien.

4. Et clearingøkosystem, der støtter EU's åbne strategiske autonomi

Clearing er en global virksomhed, og EU's markedsaktører er aktive i flere forskellige CCP'er rundt om i verden. De seneste års arbejde med CCP-ækvivalens viser klart EU's engagement i at skabe et åbent finansielt system, der støtter de internationale standarder og det internationale samarbejde. Kommissionen har vedtaget CCP-ækvivalensafgørelser for mere end 20 jurisdiktioner, hvilket har gjort det muligt for EU-markedet at give adgang for mere end 40 tredjelands-CCP'er. Det betyder muligheder for både tredjelands-CCP'er og EU's markedsdeltagere, som ofte følger med europæiske virksomheder til udenlandske markeder.

Samtidig betyder en "åben strategisk autonomi"¹⁶, at EU skal være i stand til at imødegå de risici for den finansielle stabilitet, der kan opstå, når EU's markedsdeltagere i en uforholdsmæssig stor grad er eksponerede mod tredjelandsenheder, da dette kan være en kilde til sårbarhed. Navnlig Det Forenede Kongerige spiller en central rolle som knudepunkt

¹⁶ Se Kommissionens meddelelse "EU's økonomiske og finansielle system: fremme af åbenhed, styrke og modstanddygtighed", COM/2021/32 final.

for central clearing. I første halvdel af 2021 blev 91 % af alle eurodenominerede renteswaphandler clearret i Det Forenede Kongerige¹⁷.

For at afbøde de risici, der kunne opstå som følge af en potentiel pludselig afbrydelse af EU-markedsdeltagernes adgang til UK-CCP'er efter Det Forenede Kongeriges udtræden af EU, har Kommissionen vedtaget midlertidige ækvivalensafgørelser, der dækker lovgivnings- og tilsynsrammen for disse CCP'er¹⁸. Den nuværende afgørelse om midlertidig ækvivalens, der dækker rammen for CCP'er i Det Forenede Kongerige, udløber den 30. juni 2025.

Samtidig har Kommissionen indtrængende opfordret EU's markedsdeltagere til at reducere en uforholdsmæssig stor eksponering mod sådanne systemiske infrastrukturer i et tredjeland i lyset af de potentielle risici i et stressscenario. I tilfælde af stress gør EU's markedsdeltageres uforholdsmæssigt store anvendelse af CCP'er, der er etableret i tredjelandslande, det vanskeligt for EU-lovgiverne og tilsynsmyndighederne at håndtere risiciene for den finansielle stabilitet i EU. Som ESMA har bemærket¹⁹, kan ændringer af anerkendt sikkerhedsstillelse, marginer eller haircuts i krisetider have en negativ indvirkning på en eller flere medlemsstaters statsobligationsmarkeder og mere generelt på EU's finansielle stabilitet. Forstyrrelser på centrale markeder, der er relevante for EU's centralbankers pengepolitik, kan også hæmme transmissionsmekanismen for disse politikker. I tilfælde af en krise ville EU's myndigheder ikke være i en position, der gør det muligt at træffe de relevante beslutninger.

Det er vigtigt at forberede sig på hændelser, der er kendetegnet ved høj risiko, men lav sandsynlighed. En forøgelse af clearingkapaciteten i EU og en styrkelse af clearingøkosystemet vil mindske EU-markedsdeltagernes uforholdsmæssigt store eksponering mod tredjelands-CCP'er på mellemlangt sigt og således støtte EU's åbne strategiske autonomi²⁰.

Nøgletiltag: I henhold til lovgivningsforslaget om ændring af EMIR skal markedsdeltagere, der er omfattet af en clearingforpligtelse, klare en del af de produkter, som ESMA har identificeret som værende af væsentlig systemisk betydning, via aktive konti hos EU-CCP'er²¹. Dette vil bidrage til at mindske de risici for den finansielle stabilitet, der er forbundet med en uforholdsmæssig stor eksponering mod tredjelands-CCP'er, som identificeret af ESMA. For at supplere denne foranstaltning ændrer lovgivningsforslagene også kapitalkravsdirektivet og direktivet om investeringsselskaber for at forbedre overvågningen og behandlingen af koncentrationsrisici, der kan opstå som følge af eksponeringer mod CCP'er²².

¹⁷ Se CEPS 2021, "Setting EU CCP policy — much more than meets the eye".

¹⁸ Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2018/2031 af 19. december 2018, Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2019/544 af 3. april 2019, Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2019/2211 af 19. december 2019, Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2020/1308 af 21. september 2020 og Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2022/174 af 8. februar 2022.

¹⁹ Se ESMA's rapport fra december 2021: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central>.

²⁰ Se kommissær McGuinness' udtalelse om vejen frem for central clearing: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/STATEMENT_21_5905.

²¹ Rentederivater denomineret i euro og polske zloty, kortfristede rentefutures og credit default swaps denomineret i euro.

²² Foranstaltningerne vil give enheder under tilsyn (kreditinstitutter og investeringsselskaber) et incitament til at reducere en uforholdsmæssig stor koncentrationsrisiko ved f.eks. at diversificere/nedskalere deres eksponeringer. Hvis en kompetent myndighed mener, at de foranstaltninger, der træffes af en enhed, som

Kommissionen foreslår også at forenkle ækvivalensvurderingen i henhold til EMIR, når risiciene ved clearing i et tredjeland er særligt lave. Erfaringen har vist, at der er plads til at gøre ækvivalensrammen i EMIR mere forholdsmæssig og til bedre at skræddersy samarbejdet med udenlandske tilsynsmyndigheder på grundlag af de forskellige omfang af risici, som CCP'er i tredjelande udgør — og uden at gå på kompromis med behovet for, at tredjelande har fornuftige regler.

5. DE OFFENTLIGE MYNDIGHEDERS ROLLE

For at udvikle et konkurrencedygtigt clearingøkosystem har tilsynsmyndigheder, centralbanker, andre myndigheder og offentlige enheder, både på nationalt plan og på EU-plan, en vigtig rolle at spille.

Offentlige enheder, f.eks. offentlige gældsforvaltningskontorer, er i henhold til EMIR undtaget fra forpligtelsen til at cleare deres derivater hos en CCP. Begrundelsen for dette er, at det skal være muligt for disse organer at udføre deres opgaver i almenhedens interesse. Nogle offentlige enheder har i årenes løb valgt at begynde at cleare deres kontrakter centralt på frivillig basis. En af fordelene ved central clearing er, at det giver større sikring med hensyn til modpartskreditrisiko, forbedrer markedslivviditeten og øger gennemsigtigheden. Kommissionen opfordrer kraftigt de offentlige myndigheder i EU til at cleare hos EU's CCP'er, hvis de beslutter at cleare, og såfremt de ønskede produkter er tilgængelige. **Kommissionen forpligter sig på sin side til at cleare de fleste af sine centralt clearede positioner hos en EU-CCP**, såfremt de ønskede produkter er tilgængelige.

Bidraget fra de nationale offentlige myndigheder kan være nyttigt med hensyn til regnskabsregler. Der er en vis usikkerhed omkring anvendelsen af visse nationale regler i forbindelse med regnskabsmæssig sikring²³, som i praksis kan afskrække fra at overføre positioner fra en tredjelands-CCP til en EU-CCP. **Kommissionen opfordrer de nationale myndigheder til at se nærmere på de nationale regnskabsregler og fjerne eller lette eventuelle hindringer for overførsel af eksponeringer**²⁴.

Centralbankerne er også vigtige aktører. Kommissionens offentlige høring i begyndelsen af 2022 viste bred støtte fra interessenters side til yderligere fremskridt i de europæiske betalingssystemer, nærmere bestemt TARGET2. TARGET2 er et unikt realtidsbruttoafviklingssystem, der fungerer som betalingssystem for deltagerne, og er en vigtig infrastruktur, der understøtter euroen. En række markedsdeltagere, både banker og CCP'er, gav udtryk for, at systemets åbningstider er for korte. Det betyder, at EU-CCP'er kræver visse marginbetalinger sent på en forretningsdag i udenlandske valutaer som f.eks. amerikanske dollar. Ifølge markedsdeltagerne giver det problemer både for CCP'er, som skal kunne investere amerikanske dollar modtaget på repomarkedet, og for clearingmedlemmer og kunder, som bliver bedt om at have det nødvendige beløb i amerikanske dollar til rådighed til at opfylde marginkravene. Dette kan navnlig være et problem i stresssituationer, hvor

den fører tilsyn med, er utilstrækkelige til at mindske denne risiko, vil den kunne pålægge tilsynsforanstaltninger.

²³ Formålet med regnskabsmæssig sikring er i årsregnskabet at redegøre for virkningen af en virksomheds risikostyringsaktiviteter, hvor der anvendes finansielle instrumenter til at styre eksponeringer, der opstår som følge af særlige risici, som kan påvirke resultatet.

²⁴ Kommissionen er rede til at yde teknisk støtte til medlemsstaterne og deres offentlige myndigheder i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2021/240 af 10. februar 2021 for at lette de offentlige myndigheders clearing hos EU-CCP'er, hvis de beslutter at cleare, og for at gennemgå de nationale regnskabsregler med henblik på at fjerne eller lette eventuelle hindringer for overførsel af eksponeringer.

CCP'ernes marginkrav kan forekomme på senere tidspunkter og er af varierende størrelse. Kommissionen ønsker at undgå, at EU's markedsdeltagere er afhængige af likviditet i udenlandsk valuta for at opfylde EU-CCP'ers marginkrav, navnlig i stresssituationer. **Kommissionen opfordrer derfor banker og centrale modparter til at samarbejde med Eurosystemet** om disse spørgsmål og drøfte alle tænkelige måder at anvende systemet på. Kommissionen har tillid til, at markedsdeltagerne sammen med Eurosystemet vil undersøge de spørgsmål, der blev rejst i forbindelse med den målrettede høring i 2022, og finde en løsning på dem.

Et andet aspekt, som Kommissionen blev gjort opmærksom på, vedrører centralbankernes adgangspolitikker for CCP'er vedrørende indlåns- og likviditetsfaciliteter. Som det fremgår af en rapport fra 2018 udarbejdet af Den Internationale Valutafond²⁵, har Eurosystemet fastlagt adgangspolitikker for CCP'er generelt. På grund af de mange forskellige adgangspolitikker har IMF udstedt en række anbefalinger til ECB/Eurosystemet om at undersøge mulighederne for harmonisering på tværs af relevante adgangspolitikker for CCP'er. **Eurosystemet ser nærmere på ovennævnte spørgsmål.** Det bemærkes, at politikker for adgang til centralbankindskud og likviditetsfaciliteter falder ind under Eurosystemets mandat og opgaver, der udføres i overensstemmelse med princippet om centralbankernes uafhængighed.

5. KONKLUSION

Reformerne efter den globale finanskrisen i 2008 har gjort EU's finansielle markeder meget mere robuste, end de var før 2008, og sat dem i stand til at modstå den seneste markedsudvikling. Et vigtigt element i disse reformer er central clearing. Central clearing er afgørende for handel og for veludviklede kapitalmarkeder. Den er afgørende for opbygningen af kapitalmarkedsunionen. Erfaringerne med den nuværende EU-ramme har ikke desto mindre vist, at der er behov for forbedringer på en række områder.

Et vigtigt aspekt er at opbygge en større clearingkapacitet i EU for at styrke kapitalmarkederne, give virksomhederne flere clearingmuligheder og sikre, at den finansielle stabilitet bevares, samtidig med at EU's kapitalmarkeder holdes åbne.

I forbindelse med revisionen af EU's clearingramme vil der også blive set på spørgsmål, der er opstået i forbindelse med energiselskabers clearing af derivater, som i øjeblikket står over for hidtil usete stød. Et stærkt clearingsystem gør det muligt for virksomheder at afdække deres risici effektivt og bedre forudsige marginkrav. Men det er også vigtigt, at virksomhederne er godt rustede til at deltage i central clearing, og at der føres passende tilsyn med dem, når de gør det.

De foranstaltninger, der er rettet mod CCP'er, og andre aspekter af clearingsystemet, som er beskrevet ovenfor i denne meddelelse, vil ikke lykkes, hvis de træffes isoleret, da clearing har tendens til koncentration. De skal ledsages af klare foranstaltninger, der er rettet mod efterspørgslen efter clearingydelse, og som skaber incitament til at efterspørge disse ydelser hos EU-CCP'er. Større efterspørgsel efter clearing hos CCP'er i EU vil føre til større likviditet hos disse CCP'er.

Endelig kan et stærkere EU-clearingsystem spille en central rolle med hensyn til at støtte EU's åbne strategiske autonomi. Der kan ikke være åben strategisk autonomi, hvis EU ikke udvikler sin clearingkapacitet og afhjælper de eksisterende sårbarheder. Dette er også

²⁵ IMF's landerapport nr. 18/226, juli 2018:
<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18226.ashx>.

afgørende for, at EU fuldt ud kan spille sin rolle i den globale sammenhæng og bidrage til global finansiell stabilitet ved at tilbyde flere clearingmuligheder.

Denne pakke af foranstaltninger kan bane vejen for et stærkere, sikrere og mere konkurrencedygtigt clearingøkosystem i EU i de kommende år. I lyset af pakkens betydning og i betragtning af den nuværende situation støtter Kommissionen hurtige fremskridt fra Europa-Parlamentets og Rådets side hen imod vedtagelse af foranstaltningerne og den er rede til at lette de interinstitutionelle forhandlinger. En beslutsom indsats fra alle parter side vil være afgørende for at opnå succes.