

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre

KOM(2010) 484 endelig — 2010/0250 (COD)

(2011/C 54/14)

Hovedordfører: **Edgardo Maria IOZIA**

Rådet for Den Europæiske Union og Europa-Parlamentet besluttede henholdsvis den 13. og den 7. oktober 2010 under henvisning til artikel 114 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde at anmode om Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om:

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre

KOM(2010) 484 endelig – 2010/0250 (COD).

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs præsidium henviste den 20. oktober 2010 det forberedende arbejde til Den Faglige Sektion for Det Indre Marked, Produktion og Forbrug.

Som følge af sagens hastende karakter udpegede Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg på sin 467. plenarforsamling den 8.-9. december 2010, mødet den 8. december 2010, Edgardo Maria Iozia til hovedordfører og vedtog følgende udtalelse med 144 stemmer for, 4 imod og 6 hverken for eller imod:

1. Bemærkninger og henstillinger

1.1 Ifølge Den Internationale Betalingsbank beløb den nominelle værdi af derivaterne sig ved udgangen af 2009 til omkring 615000 mia. dollars (615 000 000 000 000), mere end ti gange det samlede BNP. Bankernes udbytte af disse derivater vil i 2010 sandsynligvis komme op på omkring 150 mia. dollars. De ikke-regulerede markeder (OTC) står for 40 % af omsætningen. En nylig undersøgelse foretaget af en stor global bankkoncern viser, at de reformer, der vil blive indført i Europa og Amerika vedrørende disse OTC, vil mindske udbyttet med mindst 15 mia. dollars.

1.2 EØSU bifalder forslaget til en forordning om derivater, ikke-regulerede markeder, centrale modparter og transaktionsregistre og er enig med kommissær Michel Barnier: »De finansielle markeder har ikke råd til at blive ved med at være *det vilde vesten*. OTC-derivaterne har stor indflydelse på realøkonomien, lige fra realkreditlån til fødevarepriser. Manglen på et regelsæt for OTC-derivater har bidraget til den finansielle krise og de dramatiske konsekvenser, som vi alle er berørt af«.

1.3 Valget af en forordning til at regulere dette område er passende og opfylder behovet for at indføre ensartede fælles krav for samtlige aktører i sektoren.

1.4 EØSU er enig i Kommissionens forslag om at klare standardiserede OTC-derivater gennem centrale modparter (CCP'er) og om at sikre, at CCP'er, der påtager sig stigende risici, er underlagt ensartede tilsynsstandarder. Den idé har EØSU i øvrigt allerede fremsat i en tidligere udtalelse »OTC-markederne bør ikke åbnes for bilaterale transaktioner, men begrænses til transaktioner med en central medkontrahent, som kan overvåge det

samlede risikoniveau og begrænse adgangen til transaktioner for overeksponerede parter. Transaktionerne skal finde sted enten på en enkelt platform eller på et forud fastlagt sæt af platforme for at sikre større gennemsigtighed på markederne«.

1.5 EØSU bifalder i høj grad beslutningen om at pålægge de nationale myndigheder og ESMA i fællesskab ansvaret for at føre tilsyn med OTC derivatmarkederne, at fastsætte de klasser af derivater, der skal klare centralt, at forestå godkendelse, tilbagetrækning af godkendelse eller ændring af en godkendelse af en CCP samt at spille en tilsvarende rolle over for transaktionsregistre.

1.6 EØSU finder det afgørende at styrke samarbejdet mellem ESMA og de nationale myndigheder, der naturligvis vil skulle bidrage med deres erfaringer og kendskab til de lokale markeder, og som vil skulle lette processen med gradvis at øge CCP'ernes interoperabilitet, vurdere deres ekspertiseniveau, deres interne organisation og deres evne til at klare risici. Beslutningen om at begrænse interoperabiliteten til finansielle instrumenter, der handles i kontanter, anses på nuværende tidspunkt for hensigtsmæssig.

1.7 Forordningsforslaget følger i praksis anbefalingerne fra *Financial Stability Board* om at udvide CCP'ens tjenester til at omfatte de standardiserede OTC-derivater. G20-lederne har besluttet, at disse kontrakter skal handles på børser eller elektroniske handelssystemer og klare gennem centrale clearingsmodparter senest ved udgangen af 2012. Desuden bør OTC-derivatkontrakter indberettes til transaktionsregistre (*trade repositories*).

1.8 På internationalt plan tog den fælles CPSS-IOSCO-arbejdsgruppe i februar 2010 fat på en omfattende revision af standarderne for markedsinfrastrukturen: betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer og centrale modparter. Målet er at ajourføre de nugældende principper/anbefalinger og styrke dem i lyset af erfaringerne fra den nylige finanskrisen. Et første vigtigt resultat blev opnået med offentliggørelsen i maj 2010 af »*Considerations for trade repositories in OTC derivatives market*«. Hvad derimod angår CCP'ernes rolle fremsatte det tekniske udvalg (under Den Internationale Børstilsynsorganisation) allerede i marts 2004 nyttige anbefalinger, som desværre blev overhørt.

1.9 Kommissionens forslag siger ikke noget om en særlig regel for *Credit Default Swaps* (CDS). EØSU ser gerne, at der også snart vedtages regler om CDS, som sammen med *short selling* fra 1. juli 2012 vil blive underlagt stramninger. Stramninger på derivatmarkedet vil derimod blive indført inden udgangen af 2012.

1.10 I oktober 2009 offentliggjorde Kommissionen en meddelelse om de fremtidige tiltag, der skal iværksættes for at regulere derivatmarkedet. Målet er at gøre derivatmarkedet mere gennemsigtigt, reducere de operationelle risici ved hjælp af standardisering, og at udvikle markederne for standardiserede kontrakter ved hjælp af passende ændringer af MiFID-direktivet.

1.11 EØSU er overbevist om, at de foreslåede foranstaltninger øger markedsgennemsigtigheden ved at lade transaktionsregistre spille en stadig større rolle, at de mindsker modpartsrisikoen ved at lade en stigende andel af operationerne klare via CCP'er, der for deres vedkommende er underlagt strengere regler vedrørende ledelse, intern organisation, kapitalkrav, og at de reducerer den operationelle risiko ved at anvende elektroniske midler til validering af OTC-derivatkontraktens vilkår.

1.12 EØSU er enig i såvel forslaget om CCP'er som begrænsningen af *short selling*. Krav om gennemsigtige transaktioner, ansvarliggørelse af operatører og modparter og undgåelse af overdreven spekulation er nødvendige målsætninger, som Kommissionen forfølger effektivt ved at fremlægge passende foranstaltninger, der i hvert fald delvis kan afhjælpe den manglende regulering, der til gengæld har været en af årsagerne til finanskrisen.

1.13 EØSU gør imidlertid opmærksom på, at der er nogle risici, som ikke bør undervurderes, bl.a. den overdrevne vægt på de fordele, som CCP'er kan medføre på CDS-markederne på kort sigt. En anden faktor, man heller ikke bør undervurdere, er CCP'ernes indbyrdes konkurrence om clearing og fragmentering af hele processen. Det samme gælder risikoen for at begrænse viften af instrumenter til rådighed og øge transaktionsomkostningerne i forbindelse med finansielle aktiviteter.

1.13.1 Med henblik på at imødegå sådanne risici på effektiv vis bør først og fremmest spørgsmål vedrørende CCP'ers interoperabilitet, fortrolighed i dataudvekslingen, koncentration af dataindsamlingen og meldepligt hos den centrale modpart samt kundernes inddragelse i forvaltningen af CCP undersøges nøje.

1.14 EØSU anbefaler EU-institutionerne:

- at foretage en hurtig vedtagelse af forordningen om OTC-derivatmarkederne, som tjener til at genoprette tilliden til og roen på markederne og beskytte sparerne,
- at komplettere den nye lovgivning om derivater, som planlagt af Kommissionen,
- at sørge for at fremskynde færdiggørelsen af hele den institutionelle struktur og lovgivningen i forbindelse med reformen af reguleringen af de finansielle markeder.

2. Kommissionens forordningsforslag

2.1 G20-lederne har ved flere lejligheder gentaget deres vilje til at fremskynde vedtagelsen af effektive foranstaltninger til at forbedre gennemsigtigheden og øge den reguleringsmæssige overvågning af OTC-derivater.

2.2 Forordningsforslaget henviser til de mange foranstaltninger, der er foreslået i Europa-Parlamentets resolution af 15. juni 2010 (»*Derivatmarkeder - fremtidige politiktiltag*») og falder i tråd med den nyligt vedtagne amerikanske lovgivning, den såkaldte *Frank-Dodd Act*.

2.3 Hvad angår clearing, rapportering og mindskelse af risiko, er kun standardiserede OTC-derivatkontrakter underlagt kravet om clearing gennem CCP'er. For at sikre, at så mange OTC-kontrakter som muligt er omfattet af den obligatoriske clearingmekanisme, har forordningen indført to fremgangsmåder til fastsættelse af, hvilke kontrakter der skal klare.

2.4 Den første fremgangsmåde, en »*bottom up*« fremgangsmåde, hvor en CCP har fået godkendelse fra den kompetente myndighed til at beslutte at klare visse kontrakter. Efter godkendelsen er den kompetente myndighed forpligtet til at underrette EMSA, der kan beslutte, hvorvidt en lignende clearingsforpligtelse skal finde anvendelse på alle disse kontrakter i EU.

2.5 »Den anden fremgangsmåde, en »*top-down*« fremgangsmåde, der gør det muligt at identificere de kontrakter, der ikke er blevet clearret af CCP'er. Efter denne fremgangsmåde skal ESMA sammen med *Det Europæiske Råd for Systemiske Risici* (ESRB) fastsætte, hvilke kontrakter der potentielt skal være omfattet af clearingsforpligtelsen. Modparter, der er omfattet af clearingsforpligtelsen, skal gøre brug af en CCP.

2.6 Forordningen vil i princippet ikke være gældende for ikke-finansielle (virksomheds-) modparter, medmindre deres OTC-derivatpositioner når en vis grænseværdi og anses for at have systemisk betydning.

2.7 I forordningen fastsættes en fremgangsmåde til at identificere ikke-finansielle institutioner med OTC-derivatpositioner af systemisk betydning, og de underkastes visse forpligtelser. Denne fremgangsmåde er baseret på definitionen af to grænseværdier: en informationsgrænseværdi og en clearingsgrænseværdi.

2.8 Der er derfor i forordningen fastsat krav om anvendelse af elektroniske midler og krav om, at der forefindes risikostyringsprocedurer. Endelig skal finansielle og ikke-finansielle modparter, der ligger over clearingsgrænselværdien, indberette oplysninger om enhver derivatkontrakt og om enhver efterfølgende ændring heraf til et registreret transaktionsregister.

3. Krav til CCP'er

3.1 CCP'erne har ekstra mange risici at forvalte, og forordningen kræver derfor af hensyn til sikkerheden, at de opfylder de strenge krav til god forretningsførelse og tilsynskrav (regler om intern forvaltning, højere kapitalkrav osv.).

3.2 En CCP bør have solide forvaltningsordninger, som tager højde for eventuelle interessekonflikter mellem ejere, ledelse, clearingsmedlemmer og indirekte deltagere. De uafhængige bestyrelsesmedlemmers rolle er særlig relevant. For det andet stilles der krav om en vis minimumskapital for at blive godkendt til at udøve CCP-aktiviteter. Forordningen kræver også, at en CCP råder over en misligholdelsesfond, hvortil dens medlemmer skal bidrage.

4. Godkendelse og tilsyn med transaktionsregistre

4.1 Forordningen fastsætter oplysningskrav for OTC-derivater, som bør indberettes til transaktionsregistre for at forbedre *gennemsigtigheden af dette marked*. Transaktionsregistre registreres hos ESMA, som fører tilsyn med dem.

4.2 Forordningen indeholder også bestemmelser om transaktionsregistre for at sikre, at de opfylder et sæt forskriftsmæssige standarder. Disse standarder skal sikre, at de oplysninger, som transaktionsregistre råder over i reguleringsojemed, er pålidelige, sikre og beskyttet. Det kan især nævnes, at transaktionsregistre vil blive omfattet af organisatoriske og operationelle krav, som sikrer, at oplysninger er passende beskyttet.

5. EØSU's bemærkninger

5.1 Infrastrukturen på finansmarkedet har ikke evnet at forvalte handelsrelaterede modpartsrisici eller sikre gennemsigtighed i forhandlingerne på over the counter-derivatmarkedet (OTC), især når det gælder *Credit Default Swap* (CDS), der anses for at være ansvarlige for den store recession.

5.2 Disse »atypiske« kontrakter har medvirket til at dæmpe fornemmelsen af risiko og medvirket til at udvide den aktuelle krise, hvilket går hårdt ud over de institutter, som har udstedt dem, og dermed de endelige sparere. Endelig – set ud fra udstedernes synspunkt – har bankernes spekulation, som er gået ud på at sælge »nøgne« CDS, dvs. uden underliggende aktiver, fået renten og dermed de finansielle omkostninger, som udstederne skal betale, til at stige, således at de også gik fallit.

5.3 Af disse grunde er CDS blevet betegnet som »blyfaldskærme«, idet de er potentielt dødsensfarlige for det internationale finansielle system. Den eneste konkrete løsning herpå har været ikke at lade bankerne krakke ved at tilføre dem offentlig kapital og dermed nationalisere dem. Dette indgreb har ganske enkelt medført en uundgåelig forøgelse af det offentlige underskud og således flyttet problemet og risikoen fra bankerne over til de pågældende lande, hvilket har skabt alvorlig turbulens på valutamarkederne i eurozonen og tvunget alle lande til at foretage store nedskæringer, som har været med til at bremse det svage økonomiske opsving.

5.4 I USA har *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) oprettet et særligt selskab (*The Warehouse Trust Company LLC*), som er autoriseret til at fungere som registreringssystem for CDS-kontrakterne (*trade repository*); regeringen har indledt en reform af lovgivningen om handelen med OTC-derivater, som gør det obligatorisk at benytte centrale modparter til clearing af standardiserede kontrakter og koncentrere handelen på regulerede markeder eller organiserede platforme.

5.5 I Europa er Kommissionen ved at udarbejde et lovgivningsforslag (*European Market Infrastructures Legislation*), som skal øge gennemsigtigheden og stabiliteten på OTC-derivatmarkedet. De planlagte foranstaltninger er samstemt med det amerikanske forslag, fordi man ønsker (og det er vigtigt) at undgå regularbitrage.

5.6 EØSU vil i øvrigt gerne advare mod visse risici ved de foranstaltninger, der er foreslået for derivatmarkedet. Det har faktisk ikke kun været på grund af derivaterne, mangel på centrale modparter eller på forbud mod handel uden dækning, at finansmarkederne er kollapsede.

5.7 Siden firserne har stadigt mere sofistikerede derivater fundet udbredelse på finansmarkederne, hvilket har øget deres effektivitet, således at de var ved at nærme sig den ideelle mætning af markederne som beskrevet i den økonomiske teori. Følgelig er reguleringen, tilsynet og overvågningen også blevet en mere kompliceret opgave, og de reformpakker, der har været til debat, har alle sigtet mod at opnå en større kontrol med markederne, hvilket i mange tilfælde går ud over deres effektivitet.

5.8 Et marked vinder i effektivitet, når kursen på (eller udbyttet af) et værdipapir afspejler den tilgængelige information. For at gøre et marked mere effektivt bør man derfor fremme informationsspredningen, så den så hurtigt som muligt kan indarbejdes i kurserne. Det er vigtigt at vide, hvad der står på spil, når det gælder effektivitet.

5.9 Frem for alt kan det hænde, at de foranstaltninger, som skal indsnævre viften af finansielle instrumenter, såsom begrænsningerne af de såkaldte »naked« CDS eller *short selling*, ikke øger markedernes effektivitet. Når man begrænser de instrumenter, der er til rådighed, begrænser man faktisk markedernes evne til at absorbere og sprede den information, som aktørerne råder over.

5.10 Det kan sikkert diskuteres, hvor nyttige »naked« CDS er, hvilken yderligere information de bidrager med set i forhold til andre instrumenter, og hvor stor indflydelse de har på finansieringsomkostningerne. Alligevel ville man ikke vinde meget i effektivitet ved at forbyde dem. Ved at begrænse muligheden for udækket salg mindsker man systemets likviditet og dermed evnen til at reagere med det samme på nye oplysninger, der dukker op. Desuden kan det give bagslag, hvis man begrænser handelen med OTC-papirer ved at tvinge aktørerne til at handle alle derivater på regulerede markeder og med anvendelse af clearingsinstitutter.

5.11 På den ene side ville det bidrage til at gøre markedet mere gennemsigtigt (det ville f.eks. være lettere at overvåge værdien af og risikoen ved de værdipapirer, som aktørerne ligger inde med), og gøre det muligt - i det mindste delvist - at begrænse de potentielle kilder til ustabilitet. Men i finansielle stresssituationer er det ikke sikkert, at gennemsigtighed alene er tilstrækkelig. Kommissionens forslag giver de nationale lovgivere klare beføjelser til - i ekstraordinære tilfælde - at begrænse eller »midlertidigt« ophæve forbuddet mod *short selling* af et hvilket som helst finansielt instrument i koordination med ESMA, som i hvert enkelt tilfælde vil have mulighed for at intervenere direkte på to betingelser: at der er en trussel mod markedernes korrekte funktion og mod deres integritet og at de nationale myndigheder ikke har truffet nogen foranstaltninger eller at de ikke har været tilstrækkelige.

5.12 På den anden side er der dog stadig den risiko, at man begrænser viften af disponible instrumenter og øger transaktionsomkostningerne ved finansielle aktiviteter. *Futures*-markederne er meget standardiserede og regulerede (fordi det er vigtigt, at kurserne på de forhandlede papirer kan observeres), mens markederne for terminskontrakter (som begrebsmæssigt ligner *futures*) derimod er tilpasset modparternes behov og giver aktørerne mulighed for at strukturere afkastet fleksibelt. Disse papirer er lidet standardiserede, og det ville være vanskeligt at handle dem på et traditionelt reguleret marked uden at begrænse de optioner, der er til rådighed for investorerne.

5.13 CCP'erne betragtes som det middel, den »kur«, hvormed man kan forvalte de systemiske risici og gøre OTC-derivatmarkederne mere effektive og gennemsigtige. CCP'erne er sikkert en vigtig faktor for forbedringen af markedernes sikkerhed og effektivitet, og på markedet for børsnoterede derivater er det et uundværligt element i infrastrukturen. Man kan derfor med

rimelighed tro på, at CCP'erne også vil bidrage til udviklingen af OTC-markederne. Mange banker og politikere er dog for optagede af at fremhæve de fordele, som CCP'erne kan tilbyde CDS-markederne på kort sigt.

5.14 CCP'erne kan faktisk ikke betragtes som løsningen på problemet med modparts-kreditrisikoen og vil muligvis ikke kunne gøre markedet mere effektivt, når man betænker markedets nuværende tilstand. I den nuværende situation, hvor der i hver region findes talrige CCP'er, som er forskellige alt efter, om der er tale om kreditderivater eller *interest rate swap* (IRS), er muligheden for at anvende sikkerhedsstillelse effektivt og begrænse eksponeringen over for modparten tvivlsom. CCP'en kan på et multilateralt grundlag kompensere for eksponeringen, men det gælder kun for den region, de modparter eller de typer egnede derivater, som den understøtter. Dette betyder, at det ikke er muligt at kræve clearing mellem CDS-positioner og IRS-positioner.

5.15 Den bilaterale clearing af forskellige typer OTC-derivater med en enkelt modpart uden for CCP'en kan give en mere effektiv udnyttelse af sikkerhedsstillelsen. Desuden må man huske på, at derivaterne altid vil være innovative instrumenter og skræddersyede, og at der vil være et stort antal OTC-derivatkontrakter, som ikke er egnede til clearing. Disse positioner bør forliges under hensyntagen til kreditrisikoen gennem en passende styring af sikkerhedsstillelsen, som endnu ikke omfatter CCP'en.

5.16 CCP'erne bidrager til værditilvækst og til at fordele og inddæmme den enkelte aktørs risiko. EØSU er enig i denne holdning. De vil blive mere populære og fremskynde markedets modningsproces og gennemsigtighed og dermed forhåbentlig udvide OTC-aktiviteterne i fremtiden.

5.17 CCP'erne er dog kun ét af elementerne i en solid infrastruktur til risikostyring. Modpartsrisikoen vil ikke være elimineret, og der vil stadig skulle tages højde for den bilaterale risiko for CCP'ernes eksterne positioner.

5.18 Hertil kommer endelig, at der er mange selskaber, som ikke investerer i systemer til styring af den risiko, der er forbundet med deres derivatportefølje. Sandsynligvis vil disse selskaber fortsat have en forventning om at blive reddet, også selvom deres risikostyring har været helt utilstrækkelig.

Bruxelles, den 8. december 2010

Staffan NILSSON

Formand

for Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg