

DA

DA

DA



EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 15.9.2010
SEK(2010) 1059

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

Forslag til

**EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING
om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre**

{KOM(2010) 484 endelig}
{SEK(2010) 1058}

Derivater er en vigtig byggesten inden for moderne finansiering. De er kort sagt finansielle kontrakter, som gør det nemmere at sprede og handle med risici. De kaldes derivater, fordi deres værdi er afledt af et underliggende aktiv, såsom prisen på et finansielt instrument (f.eks. en aktie i et børsnoteret selskab) eller en råvare (f.eks. olie). Da derivater spreder risikoen, kan de enten anvendes til at sikre (hedge) sig mod en bestemt risiko eller omvendt til at tage en risiko (investere eller spekulere). De kan også anvendes til arbitrage mellem forskellige markeder.

Derivater omfatter alt fra derivater (f.eks. futures) med fuldstændigt standardiserede parametre, såsom en nominal værdi eller løbetid, til derivater (f.eks. swaps), som er fuldstændigt skræddersyet til en bestemt brugers særlige behov. Normalt er derivattypen også afgørende for, hvordan derivatet handles: Fuldstændigt standardiserede derivater handles typisk inden for organiserede handelssystemer, dvs. på derivatbørser, mens skræddersyede (bespoke) derivater handles bilateralt, dvs. uden for børser, eller - som det normalt hedder - "over-the-counter" (OTC).

I forbindelse med finanskrisen er markedet for OTC-derivater kommet i reguleringsmyndighedernes søgelys. Bear Sterns, der var tæt på at kollapse i marts 2008, Lehman Brothers' fallit den 15. september 2008 og redningen af AIG den følgende dag satte manglerne ved dette markeds funktionsmåde i relief. I den forbindelse har reguleringsmyndighederne været særligt opmærksomme på den rolle, som credit default swaps (CDS) spillede under krisen.

Siden oktober 2008 har Kommissionen arbejdet aktivt med at tackle de mangler, som krisen bragte for dagens lys. Først fokuserede Kommissionen på CDS-markedet og fik markedets største forhandlere til at forpligte sig til at begynde at clear europæiske CDS-transaktioner gennem en central modpart (CCP). Derefter fokuserede den på en grundig gennemgang af derivatmarkederne, hvilket førte til offentliggørelse af to meddelelser om derivatmarkeder i henholdsvis juli og oktober 2009.

Den første meddelelse indeholder en analyse om derivaternes rolle i forbindelse med finanskrisen, en gennemgang af de fordele og risici, der er forbundet med derivatmarkeder, og en vurdering af, hvordan de identificerede risici kan reduceres. Den anden meddelelse indeholder en beskrivelse af de fremtidige foranstaltninger, som Kommissionen har til hensigt at fremsætte forslag om med henblik på at gøre derivatmarkedet mere gennemsigtigt, reducere modpartskreditrisici og operationelle risici i forbindelse med handel og forbedre markedets integritet og overvågning.

Denne konsekvensanalyse ledsager en del af de forslag, Kommissionen har anmeldt, dvs. dem der tager sigte på at øge gennemsigtigheden samt på at reducere modpartskreditrisici og operationelle risici ved at gøre brug af efterhandelsmarkedets infrastruktur.

Gennemsigtighed

Markedet for OTC-derivater er i sagens natur uigennemsigtigt. Det skyldes, at OTC-derivater er privatforhandlede kontrakter, og derfor er oplysninger om dem normalt kun tilgængelige for de kontraherende parter.

Finanskrisen satte manglen på oplysninger om de enkelte virksomheders positioner og risici i forhold til OTC-derivater i relief. Manglende oplysninger forhindrer reguleringsmyndighederne i rettidigt at opdage risici, som er ved at blive akkumuleret i de

enkelte institutioner og i systemet som helhed. Myndighederne kan derfor heller ikke foretage en nøjagtig vurdering af konsekvenserne af en markedsdeltagers fallit og dermed ikke at reagere passende i tilfælde af fallit (hvilket fremgik tydeligt i sagen om Lehman). Manglende oplysninger giver ydermere anledning til mistanke og skaber usikkerhed blandt markedsdeltagerne i en krisesituation.

Modpartskreditrisiko

Derivatkontrakter binder modparterne til hinanden i OTC-derivatkontraktens løbetid. Modparterne opbygger krav mod hinanden i hele kontraktens løbetid. Det skyldes, at rettigheder og forpligtelser i henhold til kontrakten udvikler sig i takt med det underliggende aktiv, som kontrakten er afledt af. Derved opstår der en modpartskreditrisiko, dvs. en risiko for, at modparten ikke kan opfylde sine forpligtelser i henhold til kontrakten, når de skal indfries. Clearing gør det muligt løbende at styre disse risici. Clearing kan foretages centralt, gennem en CCP, eller bilateralt. Begge clearingstyper anvendes på markedet for OTC-derivater, dog mest bilateral clearing.

Krisen viste med al tydelighed, at modpartskreditrisikoen i tilknytning med OTC-derivater var langt større, end både markedsdeltagerne og reguleringsmyndighederne tidligere havde troet. Den sikkerhedsstillelse, der skulle opveje modpartskreditrisikoen, var med andre ord utilstrækkelig. Det skyldes hovedsagelig utilstrækkelig sikkerhedsstillelse på den del af markedet, som cleares bilateralt, enten fordi visse markedsdeltagere ikke er forpligtet til at yde sikkerhedsstillelse i forbindelse med OTC-derivathandler, eller fordi de markedsdeltagere, som rent faktisk yder sikkerhedsstillelse, har problemer med risikostyringsprocesserne.

Operationel risiko

En OTC-derivathandel går gennem flere behandlingstrin fra det tidspunkt, hvor to parter bliver enige om en handel, til det tidspunkt, hvor transaktionen bekræftes. Endvidere er det nødvendigt at styre flere begivenheder i en OTC-derivatkontrakts løbetid (f.eks. sikkerhedsstyring og afvikling af kontantbetalinger), som stammer fra rettigheder og forpligtelser i henhold til kontrakt.

OTC-derivatmarkedet er yderst fleksibelt med hensyn til de økonomiske og juridiske betingelser i derivatkontrakter, og derfor findes der mange yderst kundebetingede og komplicerede kontrakter. Sådanne kontrakter kræver fortsat væsentlige manuelle indgreb på mange trin i behandlingsprocessen. Det øger den operationelle risiko og kan medføre juridiske risici, begrænse gennemsigtigheden og ligefrem øge modpartskreditrisikoen.

Målsætninger

Målet for denne konsekvensanalyse er at undersøge muligheden for at finde fællesskabsløsninger på ovennævnte problemer. Det overordnede mål at reducere systemiske risici og øge OTC-derivatmarkedets sikkerhed og effektivitet. For at nå det overordnede mål er det som tidligere nævnt nødvendigt at realisere tre specifikke målsætninger, nemlig at i) øge gennemsigtigheden, ii) reducere modpartskreditrisikoen og iii) mindske de operationelle risici, der er forbundet med OTC-derivater. Eftersom disse målsætninger stadig er relativt bredt formuleret, er det nødvendigt at fastsætte mere operationelle målsætninger:

1. at tilvejebringe fuldstændige og omfattende oplysninger om OTC-derivatpositioner

2. at øge anvendelsen af CCP-clearing
3. at forbedre bilateral clearingpraksis
4. at øge standardiseringen af OTC-derivatkontrakter.

Foretrukne løsningsmodeller og instrumenter

Herefter indeholder konsekvensanalysen en vurdering af de enkelte mulige løsningers konsekvenser set i forhold ovennævnte operationelle målsætninger, og løsningerne sammenlignes med et referencescenario for at fastlægge den mest hensigtsmæssige fremgangsmåde. Derefter hedder det i konsekvensanalysens konklusion, at de største nettofordele kan opnås ved at:

1. kræve, at markedsdeltagerne indberetter alle nødvendige oplysninger om deres OTC-derivatporteføljer til et transaktionsregister eller, hvis det ikke er muligt, til reguleringsmyndighederne; kræve, at oplysninger om den samlede position offentliggøres
2. kræve, at der anvendes CCP-clearing for OTC-derivater, der opfylder forud fastsatte kriterier
3. fastsætte bestemte mål for bilateral clearing af OTC-derivattransaktioner
4. fastsætte bestemte mål for juridiske standarder og standardiserede behandlingsprocesser.

I betragtning af de foretrukne løsninger og behovet for at sikre, at rammelovgivningen anvendes i hele EU med nøjagtigt det samme anvendelsesområde, uden overregulering og uden at tillade residualkompetence hos nationale lovgivere, anses en forordning for at være det bedst egnede instrument til at realisere de opstillede målsætninger.

Efterhandelsmarkedsinfrastruktur

Med beslutningen om at indføre et krav om brug af CCP'er og transaktionsregistre får CCP'erne en endnu større systemisk betydning, og transaktionsregistrene kommer også til at spille en systemisk rolle (i det omfang, at de ikke allerede gør det i forvejen). Det medfører en forpligtelse til at sørge for, at infrastrukturen er sikker og forsvarlig. Det drejer sig nemlig om at forhindre, at der opstår en situation, hvor brug af infrastrukturen øger de systemiske risici i stedet for at reducere dem. I konsekvensanalysen erkendes det, at for at nå dette mål, skal de problemer, som er konstateret i forbindelse med CCP'ers og transaktionsregistres funktionsmåde, først løses.

Centrale modparter

En CCP defineres som en enhed, der intervenserer mellem modparterne i kontrakter, som handles på et eller flere finansielle markeder, ved at blive køber over for hver sælger og sælger over for hver køber. Fordi CCP'er spiller en central rolle på markedet, er de normalt ikke forbundet med nogen markedsrisiko (den knytter sig fortsat til handelens oprindelige parter). Men som modpart til alle positioner har CCP'en en kreditrisiko, hvis en af modparterne ikke opfylder sine forpligtelser. På samme måde har CCP'ens modparter den kreditrisiko, at CCP'en ikke opfylder sine forpligtelser. En CCP reducerer modpartens

kreditrisikoeksponering ved hjælp af en række stabiliseringsmekanismer, herunder typisk adgangs begrænsninger, risikostyringsredskaber (f.eks. sikkerhedsstillelse) og fælles tabsforsikring. Disse mekanismer betegnes under ét som CCP'ens "risk waterfall".

CCP'er medvirker til at reducere risici og er derfor af kritisk betydning for det marked, de servicerer. Hvis de ikke opfylder deres forpligtelser, kan de således forårsage en systemisk begivenhed. CCP'er er i betragtning af deres systemisk vigtige rolle underlagt streng regulering. I EU reguleres CCP'er på nationalt plan. Da reguleringsbestemmelserne for CCP'er er forskellige fra medlemsstat til medlemsstat, har CCP'erne ikke lige vilkår, og derfor bliver grænseoverskridende CCP-ydelser dyrere og potentielt mindre sikre end nødvendigt og integrationen af EU's finansielle markeder hindres.

I betragtning heraf undersøgte Kommissionen i 2006 muligheden for at indføre EU-lovgivning om CCP'er, men valgte dog til sidst en kombination af selvregulering inden for sektoren (med en henstilling til sektoren at indføre en adfærdskodeks) og samarbejde med medlemsstaterne (med en opfordring til at færdiggøre ESCB-CESR's anbefalinger vedrørende CCP'er) for at garantere sikrere og mere effektive CCP-ydelser i EU.

Siden da har det vist sig, at Kommissionens strategi ikke var tilstrækkelig til at fjerne de problemer, der er forbundet med CCP'er, dels på grund af mangler ved selve strategien, dels på grund af nye problemer. Anbefalingerne har for det første vist sig ikke at kunne opnå de samme resultater med hensyn til at harmonisere reguleringen som lovgivning på EU-niveau, og nu er der endvidere tale om hindringer for oprettelse af forbindelser, en ny fare for risikokonkurrence mellem CCP'er og problemer med overførelse af sikkerhedsstillelse i et CCP-miljø.

I betragtning af de problemer, der er belyst ovenfor, omfatter konsekvensanalysen en undersøgelse af, hvordan EU's efterhandelsmarkedsinfrastruktur og investorbeskyttelsen kan gøres sikrere og mere effektiv. Med henblik herpå opstilles der fire specifikke målsætninger, nemlig i) at øge CCP'ernes sikkerhed, ii) at skabe lige vilkår for CCP-ydelser, iii) at gøre det lettere at oprette forbindelser mellem CCP'er og iv) at give markedsdeltagere med indirekte adgang til CCP'er yderligere beskyttelse. De specifikke målsætninger, der er opført ovenfor, forudsætter, at følgende operationelle målsætninger realiseres:

1. at fjerne hindringer for grænseoverskridende CCP-ydelser
2. at fjerne hindringer for oprettelse af forbindelser mellem CCP'er
3. at forhindre CCP'er i risikokonkurrence
4. at lette overførsel af kundepositioner og tilknyttede margener.

Herefter indeholder konsekvensanalysen en vurdering af de enkelte mulige løsningers konsekvenser set i forhold ovennævnte operationelle målsætninger, og løsningerne sammenlignes med et referencescenario for at fastlægge den mest hensigtsmæssige fremgangsmåde. Derefter hedder det i konsekvensanalysens konklusion, at de største nettofordele kan opnås ved at:

1. indføre et pas for CCP-ydelser på grundlag af national godkendelse af CCP'er og nationalt tilsyn, samtidig med at tilsynskollegiet får en større rolle

2. indføre fælles krav og procedurer for CCP'ers ret til interoperabilitet, forudsat at der tages højde for de givne risici, og at de kompetente myndigheder godkender forbindelsen
3. indføre strenge fælles risikostandarder for CCP'er
4. kræve, at CCP'er tilbyder indirekte deltagere at indsætte deres margener på særskilte (omnibus- eller nominelle) konti og overlader det til dem at vælge, om de ønsker at benytte sig af tilbuddet.

En forordning anses også i dette tilfælde for at være det mest egnede instrument til at realisere de opstillede målsætninger.

Transaktionsregistre

Et transaktionsregister er et centralt register, som vedligeholder en elektronisk database med optegnelser over åbne OTC-derivattransaktioner (kontrakter). Ud over denne primære aktivitet kan et transaktionsregister også levere andre ydelser, eksempelvis forvalte kontraktbegivenheder og behandle transaktioner. Det er en af de seneste tilføjelser til markedsinfrastrukturfamilien (det første register blev oprettet i slutningen af 2006) og var indtil for nylig ikke reguleret. Offentlighedens største fordel ved et transaktionsregister er den øgede gennemsigtighed, som følger af registreringsfunktionen, og informationernes integritet.

Det største problem under krisen var det tempo, hvormed reguleringsmyndighederne kunne få adgang til de oplysninger, der befandt sig i transaktionsregistret for kreditderivater (det eneste transaktionsregister dengang). Spørgsmålet om reguleringsmyndighedernes adgang til oplysninger vil blive endnu mere akut som følge af den systemiske rolle, rapporteringskravet tillægger transaktionsregistre. Rapporteringskravet vil også gøre det nødvendigt at tage stilling til mange andre aspekter ved transaktionsregistrenes aktiviteter.

I konsekvensanalysen undersøges mulighederne for at oprette sikre, forsvarlige og effektive transaktionsregistre, som kan tilvejebringe den fornødne dokumentation i forbindelse med rapporteringskravet, og sikre, at de kompetente myndigheder har de oplysninger, de har brug for til at varetage deres opgaver. For at nå dette overordnede mål opstilles der i konsekvensanalysen yderligere tre specifikke målsætninger, nemlig i) at garantere transaktionsregisterdataenes sikkerhed og integritet, ii) indføre de samme vilkår for transaktionsregistrydelser og iii) sikre de kompetente myndigheder uhindret adgang til de oplysninger, der er lagret i transaktionsregistre. I konsekvensanalysen fremhæves derefter en enkelt operationel målsætning, nemlig at indføre fælles regler for transaktionsregistres aktiviteter.

Herefter indeholder konsekvensanalysen en vurdering af de enkelte mulige løsningers konsekvenser set i forhold ovennævnte operationelle målsætninger, og løsningerne sammenlignes med et referencescenario for at fastlægge den mest hensigtsmæssige fremgangsmåde. Derefter hedder det i konsekvensanalysens konklusion, at de største nettofordele kan opnås ved at indføre lovgivning om transaktionsregistres aktiviteter, med ESMA som ansvarlig for registrering og tilsyn på EU-niveau.

En forordning anses også i dette tilfælde for at være det mest egnede instrument til at realisere de opstillede målsætninger.