

NL

NL

NL



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 3.7.2009
COM(2009) 332 definitief

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE

Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten

{SEC(2009) 905 definitief}
{SEC(2009) 914 definitief}

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE

Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten

(Voor de EER relevante tekst)

1. INLEIDING

Door de aanhoudende financiële crisis staan derivaten thans in het middelpunt van de belangstelling bij de wetgever. Nadat Bear Sterns in maart 2008 bijna ten onder ging, Lehman Brothers op 15 september 2008 in gebreke bleef en AIG op 16 september door een financiële injectie voor een faillissement werd behoed, is duidelijk geworden welke belangrijke rol derivaten in het algemeen en credit default swaps (cfs) in het bijzonder vervullen.

Er heerst een brede consensus over de voordelen en risico's van derivatenmarkten zoals die met de financiële crisis aan de oppervlakte zijn gekomen. In het verslag van de Groep op hoog niveau onder voorzitterschap van Jacques de Larosière is gewezen op de risico's die aan de snelle en explosieve groei van het gebruik van kredietderivaten verbonden zijn en is benadrukt dat het gebrek aan transparantie op de markt moet worden aangepakt. Daartoe zijn in het verslag maatregelen aanbevolen om "over the counter" (otc)-derivaten te vereenvoudigen en te standaardiseren en om clearing door centrale tegenpartijen (ctp's) in te voeren. Op de G20-top te Londen in april is toegezegd dat de standaardisering en veerkracht van de kredietderivatenmarkten zal worden bevorderd, met name door de invoering van een aan afdoende regelgeving en toezicht onderworpen clearing door centrale tegenpartijen. Bovendien heeft de Europese Raad op 19 juni 2009 een oproep gedaan om meer vooruitgang te boeken op het stuk van het waarborgen van de transparantie en de stabiliteit van de derivatenmarkten.

Sinds oktober 2008 werkt de Commissie actief aan een diepgaande evaluatie van de derivatenmarkten. Zoals in de mededeling "Op weg naar Europees herstel" is aangekondigd, worden in de onderhavige mededeling de bevindingen van die evaluatie gepresenteerd en wordt tevens de weg geëffend voor toekomstige maatregelen om de vastgestelde problemen aan te pakken. Parallel hieraan blijft de Commissie constructief met de sector samenwerken teneinde haar toezegging gestand te doen om eind juli 2009 centrale clearing in de EU in te voeren. De Commissie zal bij het uitwerken van de follow-up ten volle met de door de sector genomen maatregelen rekening houden.

Deze mededeling gaat vergezeld van een werkdocument van de diensten van de Commissie, dat bestaat uit een overzicht van i) de derivatenmarkten, ii) de segmenten van de otc-derivatenmarkten, en iii) een beoordeling van de effectiviteit van de huidige maatregelen om met name ten aanzien van credit default swaps (cfs) de risico's te verminderen.

De Commissie verwelkomt feedback van de belanghebbenden over de in de voorliggende mededeling gepresenteerde oriëntaties, en met name over de specifieke kwesties die in het begeleidende raadplegingsdocument meer in detail aan de orde komen. Antwoorden moeten voor 31 augustus 2009 aan de Commissie worden gezonden.

2. DERIVATEN EN DERIVATENMARKTEN

In dit hoofdstuk wordt uitgelegd wat derivaten zijn, wat de voordelen ervan zijn voor de economie en welke risico's zij kunnen inhouden. Deze laatste stonden centraal in de financiële crisis.

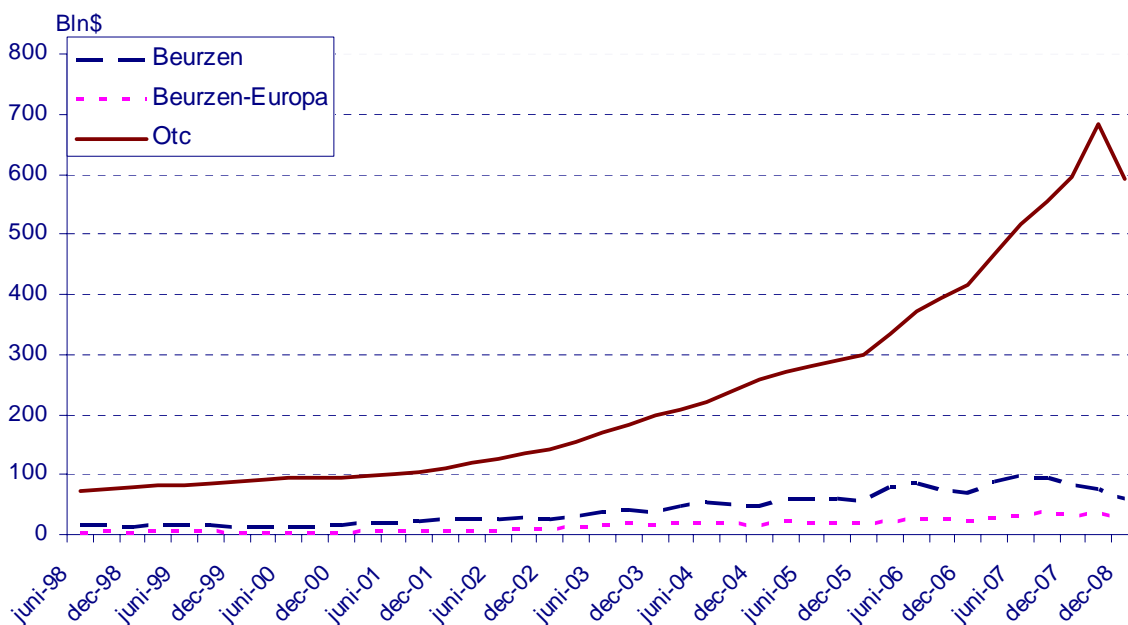
2.1. Wat zijn derivaten?

Derivaten zijn financiële contracten waarmee in de reële economie ontstane risico's worden verhandeld en herverdeeld en die voor economische subjecten derhalve belangrijke instrumenten zijn om risico's over te dragen. Zij kunnen zowel worden gebruikt voor het afdekken van risico's als voor het aangaan van risico's met het doel winst te maken. Zij worden derivaten (afgeleide producten) genoemd omdat hun waarde is afgeleid van een "onderliggende waarde", zoals een financieel instrument, een grondstof, een marktvariabele of zelfs een dienst.

Er bestaan vele soorten derivaten. Sommige zijn standaardproducten (bv. futures), maar andere niet, omdat elk contract op de specifieke behoeften van de gebruiker is toegesneden (bv. swaps). De gestandaardiseerde derivaten worden gewoonlijk verhandeld op georganiseerde handelsplatforms waar de koersen publiek te volgen zijn (bv. derivatenbeurzen), terwijl de niet-gestandaardiseerde derivaten buiten de beurs of, zoals dit meestal wordt genoemd, over the counter (otc) worden verhandeld, waar de prijzen onderhands blijven.

Het gebruik van derivaten is het afgelopen decennium enorm gegroeid. Deze groei heeft in de otc-handel plaatsgevonden, zoals de onderstaande grafiek illustreert.

Omvang van de derivatenmarkten: op en buiten de beurs

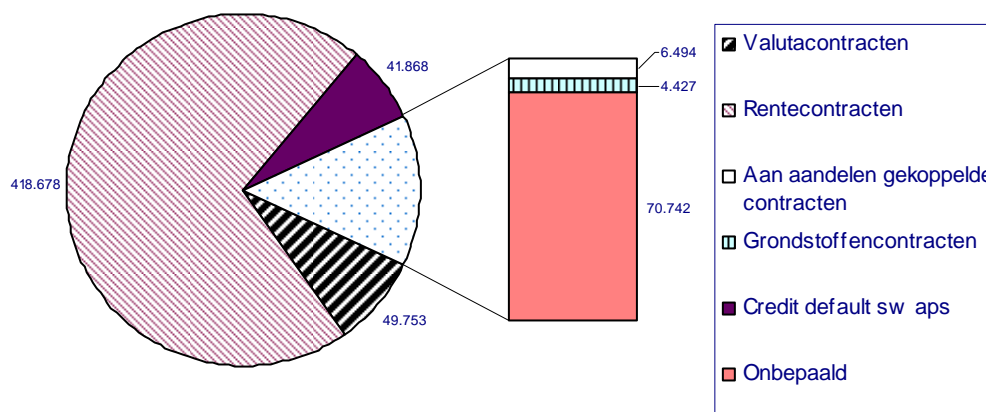


Opmerking: De figuur geeft de in 1998-2008 op segmenten van beurs- en buitenbeursmarkten uitstaande theoretische bedragen in biljoen USD weer. De trendlijnen tonen de wereldwijd uitstaande bedragen; het aandeel van de Europese beurzenmarkt is afzonderlijk weergegeven (er bestaat geen dergelijke geografische uitsplitsing voor otc-gegevens). Bron: Bank voor Internationale Betalingen (BIB).

Otc-derivaten worden over het algemeen in vijf brede segmenten ingedeeld: valutaderivaten, rentederivaten, aandelenderivaten, grondstoffenderivaten en kredietderivaten, waarvan credit default swaps de belangrijkste zijn. De onderstaande grafiek geeft het relatieve gewicht van deze segmenten weer. In hoofdstuk 3 van het werkdocument worden deze segmenten meer in detail behandeld en worden de verschillende kenmerken en risico's van de verschillende soorten otc-derivaten beschreven.

Segmenten van de otc-derivatenmarkt

Uitstaande theoretische bedragen, biljoen USD, december 2008



Bron: BIB (2009)

2.2. Derivaten zijn goed voor de economie...

Een economie kan niet gedijen als niemand bereid is risico te nemen. Een ondernemer die een onderneming opricht, neemt het risico dat de onderneming failliet kan gaan. Een bank die geld aan die onderneming uitleent, riskeert dat haar lening niet volledig wordt terugbetaald. Zonder de ondernemer die de onderneming opricht, heeft de spaarder die zijn geld bij de bank heeft gedeponed echter één kans minder om een behoorlijk rendement op zijn spaargeld te behalen. De spaarder weet dat hoe hoger het rendement is, hoe riskanter het project is dat hij financiert. De financiering van investeringsprojecten hangt bijgevolg af van het feit of iemand bereid is het daarmee samenhangende risico te lopen. Niemand houdt van te veel risico en het is dan ook nuttig als risico's kunnen worden gedeeld.

Daarvoor kunnen derivaten zorgen. Zij verdelen of herverdelen risico's en kunnen worden gebruikt als bescherming tegen een bepaald risico ("hedge") of als een instrument om speculatieve posities in te nemen. Met name commerciële entiteiten, zoals luchtvaartmaatschappijen, fabrikanten enz., gebruiken derivaten om zich in te dekken tegen het risico van een prijsstijging van de grondstoffen die zij voor de bedrijfsvoering gebruiken en om hun toekomstige behoeften beter te plannen.

2.3. ...maar kunnen de economie in gevaar brengen ...

Op derivatenmarkten actieve instellingen kunnen de risico's waaraan zij zijn blootgesteld, afdekken of "hedgen" door derivaten te gebruiken. Als risico's op otc-markten worden gehedged, kunnen marktdeelnemers en markttoezichthouders bij gebrek aan betrouwbare publieke informatie over die markten echter moeilijk uitmaken of die risico's afdoende zijn gehedged.

Wanneer handelaren in derivaten noch marktmaker zijn, noch enig belang in de onderliggende waarden hebben, werken zij speculatie, volatiliteit en de opstapeling van risico's in het systeem in de hand. Derivaten kunnen dan worden gebruikt als hefboom op de balans van diegenen die zich op de derivatenmarkten begeven, omdat zij marktdeelnemers in staat stellen posities in te nemen met minder kapitaal dan vereist is om op contante markten te beleggen.

Bovendien kan het, als een tegenpartij in gebreke blijft, moeilijk zijn om andere tegenpartijen te vinden om een hedge te vervangen. Deze verkeren mogelijk zelf in moeilijkheden of gaan niet graag een transactie aan in verband met op grotere schaal heersende onzekerheid. Dit probleem wordt nog vergroot op markten met weinig deelnemers.

Kortom, bij de sluiting van een otc-contract laat het risico dat een tegenpartij in gebreke blijft, zich moeilijk *inschatten*. Op sterk verweven financiële markten zou het maken van een dergelijke inschatting in principe vereisen dat elke marktdeelnemer alle andere marktdeelnemers goed moet kennen. Omdat over otc-markten weinig publieke informatie voorhanden is, is die kennis onvolledig.

Cds zijn in alle genoemde opzichten bijzonder kwetsbaar. De meeste derivaten hangen van waarneembare marktprijzen (bv. rentetarieven of wisselkoersen) af, maar bij cds is dat anders. Het risico dat zij dekken – het kredietrisico – is niet meteen merkbaar, maar vereist specifieke informatie over de kredietnemer, waarover gewoonlijk alleen banken beschikken. De jongste decennia is kredietrisico echter meer verhandelbaar geworden, bv. door middel van effectisering of securitisatie. Inschatting van het risico blijft moeilijk, hetgeen tot situaties kan leiden waarin de markt plotseling met een belangrijke ingebrekeblijving wordt geconfronteerd. Bovendien worden de met cds samenhangende risico's verder vergroot doordat de potentiële verplichtingen die eraan verbonden zijn, een extreem karakter hebben¹. Deze risico's gelden niet alleen voor cds, maar ook voor derivaten in het algemeen, zij het in minder sterke mate.

2.4. ... zoals de financiële crisis duidelijk heeft gemaakt

De financiële crisis heeft aangetoond dat deze risico's niet theoretisch maar reëel zijn. Bear Sterns, Lehman Brothers en AIG waren als handelaar of gebruiker of in beide hoedanigheden belangrijke spelers op de otc-derivatenmarkt. De moeilijkheden waarmee zij te maken kregen, ontstonden buiten de otc-derivatenmarkten; via de door deze drie instellingen geschreven cds vonden deze moeilijkheden echter hun weg naar de derivatenmarkt en vanwege de centrale rol van deze instellingen op alle otc-derivatenmarkten breidden zij zich uit tot buiten de cds en troffen zij de hele wereldeconomie. Door de ondoorzichtigheid van de markt wisten enerzijds de andere marktdeelnemers niet precies welk risico hun tegenpartijen ten aanzien van deze drie entiteiten liepen, hetgeen in wantrouwen en het plotselinge opdrogen van de liquiditeit resulteerde. Anderzijds konden toezichthouders daardoor ook niet de risico's die zich in het systeem opstapelden, de mate waarin de risico's zich concentreerden en dus de gevolgen van de ingebrekeblijving van de drie entiteiten voor de financiële stabiliteit vroegtijdig op het spoor komen. Het feit dat de markt niet sterk gereguleerd was, maakte het probleem nog erger, omdat toezichthouders niet over voldoende informatie beschikten.

¹ Kasstromen die met cds verband houden, zijn "discontinu", d.w.z. dat, hoewel de verkoper van een cds in normale omstandigheden een gestage stroom van vergoedingen verkrijgt, hij desondanks aan het risico blootstaat dat de entiteit waarop de cds is geschreven in gebreke blijft, waardoor hij gedwongen wordt tot uitkering van de volledige hoofdsom min de waarde van de niet nagekomen verplichting. Dit heeft er sommigen toe gebracht cds oneigenlijk als financieringsinstrument te gebruiken.

Kortom, de crisis heeft duidelijk gemaakt hoe derivaten in het algemeen en cds in het bijzonder een web van onderlinge afhankelijkheid sponnen dat in de periode onmiddellijk na een ingebrekeblijving moeilijk te overzien, te ontwarren en onder controle te houden was. De crisis heeft derhalve duidelijk laten zien dat de kenmerken van otc-derivatenmarkten – het onderhandse karakter van de contracten met beperkte publieke informatie, het complexe web van wederzijdse afhankelijkheid, de moeilijkheden om de aard en de omvang van de risico's te begrijpen – de onzekerheid vergroten in tijden dat de markt onder druk staat, en daardoor een risico vormen voor de financiële stabiliteit.

3. BEHEREN VAN TEGENPARTIJRISICO'S

Deze risico's kunnen worden ingeperkt door de manier waarop transactionele en posttransactionele functies zijn gestructureerd. Bij een transactie kunnen de risico's worden verminderd door het verbeteren van de operationele efficiëntie, by. door te zorgen voor elektronische uitvoering, affirmatie en confirmatie van een transactie². Daardoor zou de wijze van uitvoering van otc-transacties meer lijken op de wijze van afhandeling van transacties op de beurs. Het verbeteren van de operationele efficiëntie was vóór de financiële crisis het belangrijkste aandachtgebied van de wetgever en heeft er onder meer voor gezorgd dat cds-transacties vandaag in toenemende mate elektronisch worden geaffirmeerd en geconfirmeerd.

Hoewel operationele efficiëntie nodig is, is dit op zich echter niet voldoende. Om de hierboven geschetste risico's doeltreffend te kunnen aanpakken, is het belangrijk ook de posttransactionele functies, en met name clearing, te versterken. Clearing is de manier waarop de bovengeschetste risico's worden ingeperkt en vervult bijgevolg een sleutelfunctie op de derivatenmarkten. Clearing kan ofwel bilateraal tussen beide tegenpartijen bij een bepaalde transactie of op centraal marktniveau via een centrale tegenpartij (ctp) plaatsvinden. Op de beurs gebeurt clearing bijna uitsluitend door ctp's. Buiten de beurs blijft bilaterale clearing de norm, al komt in sommige marktsegmenten (met name bij renteswaps) ctp-clearing voor.

- **Bilaterale clearing:** beide tegenpartijen hebben meestal een zekerhedenovereenkomst die voorziet in voortgangscontrole van de waarde van het contract om hun respectieve kredietposities jegens elkaar te beheren. Als de waarde zich zo ontwikkelt dat een van de partijen een vordering op de tegenpartij heeft opgebouwd, dan mag zij zekerheid vragen. Hoewel zekerheid belangrijk is om het kredietrisico in te perken, houdt dit in dat clearingrelaties met tal van tegenpartijen moeten worden beheerd. Vanwege de aard van een dergelijk complex bilateraal netwerk, alsook wegens de onderlinge kredietposities van de tegenpartijen is het al moeilijk voor een instelling om het overzicht over haar eigen kredietrisico te bewaren, laat staan om de mogelijke kettingreacties te overzien wanneer een van de tegenpartijen in gebreke blijft.
- **Ctp-clearing:** de ctp neemt aan elke transactie deel door voor elke zijde van de transactie als tegenpartij te fungeren. Voor elk van beide partners die een transactie aangaan, ontstaan nu verplichtingen tegenover de ctp, zodat het risico van elke partij op deze markt thans bij een en dezelfde partij ligt. Het gebruik van een ctp heeft tal van voordelen. Een ctp is in feite een onderlinge verzekering met onderlinge bescherming. Het zekerhedenbeheer wordt eenvoudiger, omdat de ctp zekerheden invordert en beheert. Ctp-clearing is ook veiliger, omdat de ctp de centrale borg is en zich als instelling alleen op het beheren van risico's

² Zie begeleidend werkdocument, punt 2.2, voor een verdere beschrijving van die concepten.

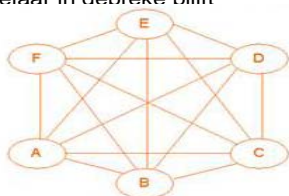
middels verschillende lagen van bescherming toespitst. Omdat haar aandachtsveld uitsluitend risicobeheer is, is de ctp een neutrale partij. Omdat zij zich in het centrum bevindt, kan zij risico's gemakkelijker overzien en beheren. Bovendien maakt de centrale informatie die bij de ctp berust het toezichthouders ook gemakkelijker om toezicht op de risico's uit te oefenen. Gezien de systeemkritische rol van ctp-clearing is het van essentieel belang dat ctp-clearing professioneel wordt beheerd, er ruimschoots voldoende financiële middelen voor worden uitgetrokken en aan goede regelgeving en een afdoend toezicht onderworpen is, zodat het veilig en solide is³.

Bilaterale vs. ctp-clearing

Voordelen van ctp-clearing

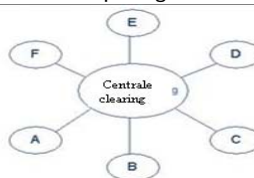
Bilaterale clearing

- Web van tegenpartijrisico
- Complex zekerhedenverkeer
- Potentieel domino-effect wanneer één handelaar in oebreke blijft



Ctp-clearing

- Sternet met borg
- Alleen zekerhedenverkeer naar/van ctp
- Kapitaal van ctp kan ingebrekeblijving handelaar opvangen



Gezien deze voordelen kan men zich afvragen waarom niet alle marktdelnemers ctp-clearing gebruiken. De eerste, en voor de hand liggende reden is dat veiligheid de deelnemers geld kost, omdat zij moeten bijdragen voor de beschermingslagen van de ctp. In de tweede plaats verbetert een ctp de transparantie, waardoor informatievoordelen opnieuw onder de marktdelnemers worden verspreid, hetgeen ten koste gaat van degenen die momenteel een informatievoordeel genieten, namelijk de grote otc-derivatenhandelaren. Het is echter ook zo dat het gebruik van een ctp niet altijd mogelijk is. Er is een aantal, globaal met liquiditeit en standaardisatie verband houdende, noodzakelijke voorwaarden die moeten worden vervuld voordat een ctp kan worden gebruikt. In die zin zal de Commissie, aangezien niet alle otc-derivaten aan de noodzakelijke voorwaarden voldoen om via een ctp te worden gecleard, ook aan de verbetering van het beheer van het tegenpartijrisico bij bilaterale transacties werken.

Kortom, de risico's die met derivaten samenhangen, variëren naar gelang van de marktstructuur. Globaal zijn otc-markten veel riskanter dan gereguleerde handelsplatforms, omdat otc-markten ondoorzichtiger en de relaties met de tegenpartij complexer zijn. De doeltreffendheid van instrumenten voor het verminderen van het bilaterale

³ Zie begeleidend werkdocument, punt 2.4.2, voor een meer gedetailleerde beschrijving van ctp-clearing.

tegenpartijrisico laat dan ook veel te wensen over en de manier waarop het tegenpartijrisico wordt ingeperkt, moet sterk worden verbeterd.

4. MAATREGELEN DIE DE COMMISSIE AL HEEFT GENOMEN OM DE FINANCIËLE STABILITEIT OP DE DERIVATENMARKTEN TE VERBETEREN

Hoewel derivaten niet buiten de EU-wetgeving inzake financiële diensten vallen, rechtvaardigen kwesties als de enorme groei van de otc-derivatenmarkten, het verhoogde volume van speculatieve posities dat via derivaten is ontstaan en de grotere deelname van niet onder toezicht staande entiteiten aan derivatenmarkten een herziening van het wetgevingskader. Sinds het uitbreken van de financiële crisis heeft de Commissie snel gehandeld en stappen gedaan om sommige van de dringendste en meest acute risico's die met derivaten samenhangen aan te pakken.

Allereerst, wat cds betreft, heeft commissaris McCreevy in oktober 2008 opgeroepen tot i) een systematische doorlichting van de derivatenmarkten naar aanleiding van de lering die uit de financiële crisis is getrokken, en ii) het indienen van concrete voorstellen betreffende manieren om de risico's van kredietderivaten in te perken⁴. Naar aanleiding daarvan hebben de cds-handelaren er zich toe verbonden op 31 juli 2009 van start te gaan met clearing via een of meer Europese ctp's van in aanmerking komende cds op Europese referentie-entiteiten en indices op deze entiteiten⁵.

In de tweede plaats zijn sommige problemen op het gebied van securitisatie, overmatige risico-overdracht en verkeerde waardering van risico's aangepakt door de herziening van de Richtlijn Kapitaalvereisten (RKV)⁶. Volgens het voorstel tot wijziging van de RKV moeten met name ondernemingen (zogenaamde initiatoren) die leningen tot verhandelbare effecten herverpakken een deel van de risicopositie in die effecten behouden, terwijl ondernemingen die in deze effecten willen beleggen eerst een diepgaand financieel-economisch onderzoek moeten uitvoeren. Als ze dit nalaten, zullen zij streng worden beboet.

In de derde plaats zal de Commissie, wat het systeemrisico als gevolg van speculatieve handel betreft, weldra een voorstel aannemen inzake de kapitaalvereisten betreffende de handelsportefeuille van financiële instellingen en de securitisatie- en hersecuritisatieposities. De verhoogde kapitaalsniveaus waarin dit voorstel voorziet, zullen hoogstwaarschijnlijk voorkomen dat financiële instellingen buitensporige risico's op korte termijn nemen.

⁴ McCreevy, C. (2008). "Time for regulators to get a better view of derivatives", 17 oktober 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Op 17 februari 2009 hebben negen mondiale handelaren (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley en UBS) zich ertoe verbonden in de Europese Unie gebruik te zullen maken van een of meer centrale tegenpartijen (ctp's) zodra deze in de vorm van onder de Finaliteitsrichtlijn (98/26/EG) vallende systemen zijn opgericht om i) voor ctp in aanmerking komende credit default swaps (cds) op Europese referentie-entiteiten en indices op die entiteiten te clearen, en ii) uitstaande in aanmerking komende contracten te backloaden (naar een ctp over te brengen). Een andere handelaar (Nomura) heeft zich aangesloten bij dit initiatief, dat wordt ondersteund door de Federatie van banken in de Europese Unie, door de European Public Banks Board en door andere Europese verenigingen van banken.

⁶ COM/2008/0602 definitief - COD 2008/0191. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG wat betreft banken die zijn aangesloten bij centrale instellingen, bepaalde eigenvermogensbestanddelen, grote posities, het toezichtkader en het crisisbeheer.

In de vierde plaats is de Commissie bezig met de herziening van haar aanpak van het toezicht op de financiële markten. Door de oprichting van een Europese macrofinanciële toezichthouder zal Europa in staat zijn het ontstaan van overmatige risico's in het systeem op te sporen en op te treden om deze risico's onder controle te houden. Het Europees Comité voor systeemrisico's zal een grote rol spelen in het voorkomen dat de met derivatenmarkten samenhangende risico's het hele financiële en economische systeem in gevaar brengen.

In de vijfde plaats is duidelijk geworden dat ratingbureaus niet ongereguleerd kunnen worden gelaten, omdat zij, met name wegens de belangenconflicten die inherent zijn aan het "model dat de emittent betaalt", de gevaren van complexe instrumenten onvoldoende hebben onderkend. In april 2009 hebben de Raad en het Europees Parlement een door de Commissie voorgestelde verordening goedgekeurd op grond waarvan ratingbureaus aan strikte standaarden van integriteit, kwaliteit en transparantie zullen moeten voldoen en onder voortdurend toezicht van de autoriteiten zullen staan⁷.

Ten slotte heeft de Europese Commissie een richtlijn betreffende hefboomfondsen en andere beheerders van alternatieve beleggingsfondsen voorgesteld, die een uitgebreid en effectief regelgevings- en toezichtkader op Europees niveau zal instellen. De voorgestelde richtlijn zal de lidstaten in staat stellen het macroprudentiële toezicht op de sector en het toezicht op microniveau te verbeteren, grenzen te stellen aan de hefboom waarmee deze entiteiten werken en de nodige gecoördineerde maatregelen te nemen om de goede werking van de financiële markten te verzekeren⁸.

5. DE WEG VOORWAARTS: NIEUWE INITIATIEVEN OM DE FINANCIËLE STABILITEIT TE VERBETEREN

De huidige crisis heeft duidelijk gemaakt dat het nodig is de otc-derivatenmarkten aan te pakken zodat zij hun economische rol kunnen vervullen op een manier die de stabiliteit van het systeem niet in gevaar brengt. Daartoe meent de Commissie dat maatregelen moeten worden genomen om: a) regelgevers en toezichthouders volledig op de hoogte te houden van de transacties die op otc-derivatenmarkten plaatsvinden, alsook van de posities die op deze markten in opbouw zijn, b) de transparantie van otc-derivatenmarkten voor de gebruikers ervan te verhogen; er moet in het bijzonder meer en betere informatie over prijzen en volumes beschikbaar zijn; c) de operationele efficiëntie van derivatenmarkten te vergroten om ervoor te zorgen dat otc-derivaten de financiële stabiliteit niet in gevaar brengen; en d) de tegenpartijrisico's in te perken en gecentraliseerde structuren te bevorderen. De belangrijkste instrumenten voor het bereiken van deze doelstellingen zijn: i) bevordering van verdere standaardisatie, ii) gebruik van centrale gegevensbewaarplaatsen, iii) overstap op ctp-clearing, en iv) overbrenging van de handel naar publiekere handelsplatforms⁹. In dit hoofdstuk worden

⁷ Europese Commissie (2008), "Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus", COM(2008) 704, zoals dat door het Europees Parlement en de Raad op 23 april 2009 is goedgekeurd.

⁸ Europese Commissie (2009), "Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen", COM(2009) 207.

⁹ De toepasbaarheid van deze instrumenten varieert enigszins naar gelang van het marktsegment. Voorts wordt de toepassing van deze instrumenten door een sterk uiteenlopende mate van complexiteit gekenmerkt. Hoofdstuk 4 van het begeleidend werkdocument bevat een meer gedetailleerde analyse van de effectiviteit van de huidige methoden voor risicovermindering en van de daarmee samenhangende noodzaak om aanvullende maatregelen op elk otc-marktsegment te treffen.

deze instrumenten geanalyseerd en worden oriëntaties voor toekomstige werkzaamheden in overweging gegeven.

5.1. Standaardisatie

Wat voor een ctp in aanmerking komende otc-derivaten betreft, is standaardisatie een conditio sine qua non om de andere hierna geschetste instrumenten te kunnen gebruiken. Wat niet voor een ctp in aanmerking komende otc-derivaten betreft, zou de operationele efficiëntie worden verbeterd en zouden de operationele risico's worden verminderd door verdere standaardisatie, bv. door het stimuleren van een grootschaliger gebruik van standaardcontracten en elektronische affirmatie- en confirmatiediensten, centrale opslag, automatisering van betalingen en processen voor zekerhedenbeheer. Aangezien standaardisatie een noodzakelijke voorwaarde is om verdere stappen te kunnen doen, vormt het een essentiële bouwsteen van het streven van de Commissie om de derivatenmarkten efficiënt, veilig en gezond te maken.

Maar standaardisatie vereist investeringen. De Commissie is van plan de huidige inspanningen van de sector om deze investeringen te doen, verder te stimuleren teneinde standaardisatie te bevorderen voor alle otc-derivaten die waarschijnlijk niet voor ctp-clearing in aanmerking komen en evenmin geschikt zijn voor verhandeling op de beurs.

5.2. Centrale gegevensbewaarpplaats

Een centrale gegevensbewaarpplaats verzamelt gegevens – over onder meer het aantal transacties en de omvang van de uitstaande posities – voor alle (voor een ctp in aanmerking komende en niet voor een ctp in aanmerking komende) transacties met het doel de transparantie en kennis te vergroten¹⁰. Een en ander draagt niet alleen bij tot de transparantie, maar verbetert ook de operationele efficiëntie van de markt. Een bewaarplaats zou ook andere diensten kunnen verlenen (bv. facilitering van afwikkelings- en betalingsinstructies).

De Commissie is zich bewust van de voordelen op het stuk van vergrote transparantie en kennis die centrale gegevensopslagplaatsen voor de toezichthouders kunnen opleveren. Dit is bijzonder relevant aangezien ctp-clearing niet gemakkelijk op alle derivaten toe te passen is omdat de noodzakelijke voorwaarden niet altijd voorhanden en gemakkelijk toepasbaar zijn. Het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER) zal het nut van een dergelijke faciliteit bestuderen vanuit het oogpunt van rechtsbescherming, toezicht en bedrijfscontinuïteit. De Commissie zal vervolgens in het licht van het CEER-rapport passende maatregelen in dat verband nemen.

5.3. Ctp-clearing

Van de vier beoogde instrumenten heeft ctp-clearing tot nu toe de meeste aandacht gekregen. Ctp's hebben tijdens de financiële crisis hun waarde bewezen, zoals blijkt uit hun rol in het beheren van de gevolgen van de ingebrekeblijving van Lehman Brothers. De Commissie heeft de sector al gestimuleerd om het gebruik van ctp-clearing uit te breiden en is van plan prioritair uitvoering te geven aan de desbetreffende aanbeveling van de groep-de Larosière.

¹⁰ Een dergelijke gegevensopslagplaats voor cds is het Trade Information Warehouse, dat door de Amerikaanse Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) wordt beheerd.

In verband met overwegingen van wetgeving, toezicht en monetair beleid zijn er goede redenen om ctp-clearing in Europa te vestigen. Een in Europa gevestigde ctp valt immers onder Europese regels en Europees toezicht. Dit heeft tot gevolg dat toezichthouders onbetwiste en vrije toegang hebben tot de informatie die bij ctp's berust. Ook kunnen de Europese autoriteiten gemakkelijk ingrijpen in geval van een probleem bij een Europese ctp. Zo verleent een centrale bank financiële instellingen die buiten haar valutagebied zijn gevestigd, geen toegang tot haar liquiditeitsfaciliteiten¹¹.

Wat cds betreft hebben de grote derivatenhandelaren een verbintenis met de Europese Commissie ondertekend om de clearing van Europese cds tegen 31 juli 2009 naar een of meer Europese ctp's over te brengen en werken zij momenteel aan de noodzakelijke standaardisatie van Europese cds-contracten om ctp-clearing mogelijk te maken. Twee Europese ctp's zullen naar verwachting klaar zijn om op 31 juli 2009 hun cds-diensten aan te bieden, een derde zal naar verwachting in december 2009 klaar zijn en een vierde heeft zich nog niet op een bepaalde datum vastgelegd. Globaal verwelkomt de Commissie de inspanningen die de sector levert om de in zijn verbintenis vermelde deadline te halen. De initiatieven van de sector blijken immers tot dusver aan beide zijden van de Atlantische Oceaan effectief te zijn wat de standaardisering van cds betreft. Het in praktijk brengen van de oplossingen voor bepaalde technische aspecten, zoals die welke met de herstructurerende kredietgebeurtenis verband houden, is echter nog niet afgerond. Indien de sector zijn verbintenis niet kan nakomen, zal de Commissie bijgevolg andere denksporen moeten volgen, zoals hierna geschetst. De Commissie verwelkomt de initiatieven van de sector en zal ten volle rekening houden met de realisatie en uitvoering ervan bij haar onderzoek of met het oog op een zo grootschalig mogelijke toepassing van ctp-clearing verdere initiatieven nodig zijn.

Er bestaan al prikkels om ctp's te gebruiken. Marktdeelnemers hebben een natuurlijke drijfveer om ctp-clearing te gebruiken, omdat hiermee hun kredietrisico jegens tegenpartijen vermindert en zij een lager toetsingsvermogen kunnen aanhouden. Deze prikkels zijn echter ontoereikend gebleken om de commerciële prikkels ten gunste van bilaterale clearing teniet te doen. De Commissie onderzoekt dan ook manieren om de prikkels voor het gebruiken van ctp-clearing beduidend te versterken om de professionele partijen zoveel mogelijk over de streep te trekken. Dit kan gebeuren door i) de RKV-regels inzake het toetsingsvermogen te wijzigen, en ii) door middel van toekomstige Europese wetgeving en mogelijk gemeenschappelijk toezicht verdere regelgevings- en toezichtsgaranties te verlenen dat ctp's veilig en gezond zijn¹². Deze vervolgwerkzaamheden hebben uiteraard geen enkele invloed op de deadline voor de aan de gang zijnde inspanningen om de clearing van Europese cds naar een of meer Europese ctp's over te brengen, d.w.z. 31 juli 2009.

¹¹ Tussen centrale banken kunnen overeenkomsten inzake valutaswaps bestaan, maar omdat een directe toegang tot de liquiditeitsfaciliteiten ontbreekt, heeft de ECB te kennen gegeven er sterk de voorkeur aan te hechten dat de ctp in de eurozone wordt gevestigd, zoals bleek uit een verklaring van de raad van bestuur van 18 december 2008, die bevestigde "*dat er behoefte bestaat aan ten minste één Europese faciliteit voor clearing door centrale tegenpartijen voor kredietderivaten en dat deze infrastructuur, gezien het potentiële systeembelang van effectenclearing- en afwikkelingssystemen, binnen het eurogebied gevestigd dient te zijn.*" ECB (2008), Beslissingen van de Raad van Bestuur van de ECB, 18 december 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.nl.html>.

¹² Europese Commissie (2009). Mededeling van de Europese Commissie, *Europees financieel toezicht*, COM(2009) 252.

5.4. Uitvoering van transacties

In principe bestaat de volgende logische stap erin dat de handel in ctp-geclearde gestandaardiseerde derivaten onder transparantievoorwaarden plaatsvindt op een georganiseerd handelsplatform waar koersen en andere transactiegerelateerde informatie publiek worden meegedeeld, zoals een gereguleerde markt (d.w.z. een derivatenbeurs) of een multilaterale handelsfaciliteit (MTF). Dit zou de prijstransparantie en het risicobeheer ten goede komen.

Het is evenwel niet uitgesloten dat het soort gestandaardiseerde contracten dat gewoonlijk op publieke platforms wordt verhandeld, niet aan alle behoeften inzake risicobeheer van gebruikers van derivaten voldoet. De meeste marktdeelnemers hebben een commerciële voorkeur voor de otc-handel. Het belang van transparante en operationeel efficiënte markten voor de financiële stabiliteit moet echter doorwegen. Er is een maatschappelijke voorkeur voor transparante handelsplatforms, die met het oog op risico-inschatting en koersbepaling zo publiek en gestandaardiseerd mogelijk moeten zijn.

Een systeem op basis van concurrentie tussen verschillende handelsplatforms (otc, beurzen en MTF's) is ook voordelig op het punt van marktefficiëntie, mits alle platforms aan toereikende transparantie- en organisatie-eisen zijn onderworpen die eerlijke concurrentie waarborgen. Ook andere financiële markten hebben gekozen voor een transparante en georganiseerde handel. De richtlijn inzake markten voor financiële instrumenten (MiFID) heeft weliswaar de regel afgeschaft op grond waarvan transacties op gereguleerde markten moeten worden uitgevoerd (de zogenaamde "concentratieregel"), maar heeft andere handelsplatforms (MTF's en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling) aan passende transparantie-eisen onderworpen. Ten aanzien van aandelen vindt de concurrentie tussen handelsplatforms bijgevolg onder bescherming van gemeenschappelijke transparantie- en organisatieregels plaats. De MiFID-transparantieregeling ziet momenteel echter niet op derivaten, en het melden van transacties geldt niet voor financiële instrumenten die niet tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.

De Commissie zal, rekening houdend met het feit dat maatwerk en flexibiliteit kenmerkend zijn voor otc-derivatenmarkten en rekening houdend met de op aandelen toepasselijke regeling, onderzoeken hoe tot een transparantere en efficiëntere verhandeling van otc-derivaten kan worden gekomen. In dat verband zal de Commissie nader onderzoeken i) hoe meer transacties via transparante en efficiënte handelsplatforms kunnen worden gekanaliseerd, en ii) wat het passende niveau van transparantie (koers, transactie, positie) is voor de velerlei handelsplatforms van de derivatenmarkten.

6. CONCLUSIE

Derivaten spelen een belangrijke rol in de economie, maar houden bepaalde risico's in. De crisis heeft duidelijk gemaakt dat deze risico's in het otc-deel van de markt, en dan vooral wat cds betreft, niet voldoende ingeperkt worden. Sinds het begin van de financiële crisis is de Commissie bezig met het aanpakken van de dringendste van die risico's.

Afgezien daarvan zal de Commissie verdere maatregelen overwegen teneinde, waar mogelijk, transacties sterker te standaardiseren en transparanter te maken, de overschakeling naar ctp-clearing te consolideren, ervoor te zorgen dat ctp-clearing de norm wordt voor otc-derivatenmarkten als geheel, en meer transacties via transparante en efficiënte handelsplatforms te kanaliseren.

Na de publieksraadpleging waartoe deze mededeling de aanzet vormt, zal de Commissie op 25 september 2009 een publieke hoorzitting houden. De zienswijzen en feitelijke gegevens die door de belanghebbenden worden gepresenteerd, zullen meegenomen worden in een gedetailleerde effectbeoordeling die de Commissie zal helpen haar aanpak vorm te geven. Rekening houdend met de uitkomst van de raadpleging, zal de Commissie nog vóór het einde van haar lopende mandaat operationele conclusies trekken en vóór het einde van het jaar met passende initiatieven komen (met inbegrip van wetgevingsvoorstellen indien zulks gerechtvaardigd is).

De Commissie zal terdege rekening houden met de inspanningen van de sector, alsook met ontwikkelingen bij de sleutelpartners van de EU, en met name met het door het Amerikaanse ministerie van Financiën aangekondigde uitgebreide regelgevingskader voor otc-derivaten. Dit kader voorziet met name in een verplichting om alle gestandaardiseerde otc-derivatencontracten via ctp's te clearen en zet ertoe aan transacties uit te voeren via gereguleerde beurzen en gereguleerde transparante elektronische transactie-uitvoeringssystemen voor otc-derivaten¹³. Onder meer in het kader van de dialoog over de regelgeving inzake financiële diensten zal de Commissie samen met de Amerikaanse autoriteiten werkzaamheden op het gebied van deze thema's blijven ontplooiën om de mondiale consistentie van de beleidsbenaderingen te waarborgen en om elk risico van regelgevingsarbitrage te vermijden.

¹³ Zie US Treasury Financial Regulatory Reform (hervorming van de financiële regelgeving door het Amerikaanse ministerie van Financiën), 17 juni 2009.