



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 20.10.2009  
KOM(2009) 563 endelig

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

**Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder - fremtidige politiktiltag**

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

**Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder - fremtidige politiktiltag**

**(EØS-relevant tekst)**

**1. INDLEDNING**

Derivater spiller en nyttig rolle i økonomien: De kan anvendes til (helt eller delvis) at overføre de iboende risici ved økonomisk aktivitet fra økonomiske aktører, der ikke er villige til at påtage sig disse risici, til aktører, der er det. De bidrog imidlertid også til uroen på de finansielle markeder ved at bidrage til øget gearing og ved at sammenkoble markedsdeltagere, hvilket der ikke blev lagt mærke til på grund af markedets manglende gennemsigtighed, eftersom markedsstrukturen prægedes af over-the-counter-produkter (OTC-produkter). Allerede i juli i år pegede Kommissionen på fire midler, der supplerer hinanden, til at reducere OTC-derivatmarkedernes negative konsekvenser for den finansielle stabilitet: i) øget standardisering, ii) anvendelse af transaktionsregistre, iii) styrket anvendelse af central modpartsclearing (CCP) og iv) øget anvendelse af organiserede handelssystemer<sup>1</sup>. De foreslåede midler har været lagt ud til høring blandt de berørte parter, og de blev drøftet på en konference på højt plan den 25. september 2009<sup>2</sup>.

I denne meddelelse ses der nærmere på hver af de primære mangler ved den eksisterende organisering af derivatmarkeder med hensyn til såvel OTC-derivater som organiserede handelssystemer. Der gives en oversigt over de politiktiltag, Kommissionen agter at gennemføre i 2010 for at imødegå problemerne og dermed imødekomme det behov for større markedsstabilitet og -gennemsigtighed, der også blev peget på i Larosière-rapporten og konklusionerne fra Det Europæiske Råds møde i juni 2009 samt på G20-mødet. Der vil blive gennemført relevante konsekvensanalyser af alle forslag til retsakter eller andre forslag, der har til formål at virkeliggøre de retningslinjer, der beskrives i det følgende.

**2. GENEREL TILGANG**

Efter Kommissionens opfattelse skal der foretages et paradigmeskifte væk fra den traditionelle opfattelse - nemlig at derivater er finansielle instrumenter, der henvender sig til professionelle, og som man regnede med kunne nøjes med at være omfattet af løsere regler - hen imod en tilgang, hvor lovgivning giver markederne mulighed for en passende prissætning af risici. De foreslåede foranstaltninger vil dermed bevirke, at derivatmarkederne skifter fra primært bilaterale OTC-handler til mere centraliseret clearing og handel.

---

<sup>1</sup> Meddelelse fra Kommissionen - Sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder (KOM(2009) 332, arbejdspapir fra Kommissionens tjenestegrene (SEK(2009) 905) og høringsdokument (SEK(2009) 914)).

<sup>2</sup> Høringssvarene, sammenfatningen af parternes synspunkter og et referat fra konferencens og indlæggene findes på Kommissionens websted:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/derivatives\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm).

De forskellige markedssegmenter for derivater har divergerende karakteristika med hensyn til risici, modus operandi og markedsdeltagere. Kommissionen mener, at det principielt er nødvendigt med en altfavnende politik for derivater for at undgå, at markedsdeltagere udnytter reglernes forskelligartethed, dvs. regelarbitrage. Når der er grund til det, vil forslagene imidlertid tage behørigt hensyn til de pågældende aktivklassers og kontrakters særlige kendetegn og til særlige forhold hos markedsdeltagerne samt finde den rette balance mellem finansielle og ikke-finansielle institutioner. Samtidig vil Kommissionen tage hensyn til særlige aspekter hos visse varemærker, f.eks. el- og gasmarkederne, som er specielle med hensyn til deres underliggende fysiske markedsstruktur. De forskellige markedssegmenters risikokarakteristika er f.eks. grunden til, at Kommissionen først tog fat på credit default swaps<sup>3</sup>.

## **2.1. Internationalt samarbejde**

Derivatmarkedet er verdensomspændende, og regelarbitrage skal undgås. For at sikre internationalt set robuste og konvergerende regler ligger nedenstående forslag på linje med de målsætninger, der blev opstillet på G20-mødet den 25. september 2009, hvor man opfordrede til forbedringer af markederne for OTC-derivater<sup>4</sup>. For at sikre en sammenhængende gennemførelse af disse politikker verden over agter Kommissionen at arbejde videre med de tekniske detaljer i samarbejde med sine G20-partnere, Financial Stability Board og især USA, som også er i gang med at udforme en ny tilgang til derivatmarkederne.

## **2.2. Ikke-finansielle institutioner**

Det finansielle systems opgave er at kanalisere midler fra opsparere til investeringsprojekter og samtidig muliggøre en bredere risikodeling. Ikke-finansielle institutioner har derfor en vital interesse i finansiell stabilitet. Når ikke-finansielle institutioner har købt beskyttelse fra en finansvirksomhed og dermed har overført deres risici til det finansielle system, har de generelt nydt godt af underprisningen af risikoen i den periode, hvor krisen var under opsejling. Via det voldsomme fald i den økonomiske aktivitet er de også blevet ofre for finanskrisen. Ikke-finansielle institutioner er således en del af nettet af gensidig afhængighed, som derivatkontrakter har skabt, og de ville som sådan have gavn af de skitserede politikker, der tager sigte på at reducere modpartskreditrisikoen og øge gennemsigtigheden.

Kommissionen anerkender, at derivater spiller en vital rolle ved at afdække risici, som affødes af normale forretningsaktiviteter. I de fleste tilfælde bør afdækningen ganske vist i princippet ske via ikke-individualiserede derivater/standardderivater, men der vil fortsat være behov for individuelt tilpassede derivater. Kommissionen ønsker således ikke at sætte grænser for de økonomiske aspekter ved derivatkontrakter og heller ikke at forbyde anvendelsen af individuelt tilpassede kontrakter eller at gøre dem alt for bekostelige for ikke-finansielle institutioner. Prisers funktion i forbindelse med ressourceallokering skal imidlertid

---

<sup>3</sup> Pressemeldelse fra Kommissionen "Major step towards financial stability: European market for credit default swaps becomes safer", IP/09/1215, 31. juli 2009 (foreligger ikke på dansk).

<sup>4</sup> "Alle standardiserede OTC-derivatkontrakter bør handles på børser eller elektroniske handelsplatforme, alt efter hvad der er relevant, og være omfattet af centrale clearingmodparter senest ved udgangen af 2012. OTC-derivatkontrakter bør indberettes til transaktionsregistre. Kontrakter, der ikke er omfattet af central clearing, bør underkastes større kapitalkrav. Vi opfordrer Financial Stability Board og dets relevante medlemmer til regelmæssigt at evaluere gennemførelsen og vurdere, om tiltaget er tilstrækkeligt til at gøre derivatmarkedernes mere gennemsigtige, afbøde systemiske risici og beskytte mod markedsmissbrug."

genoprettes: Derivater bør prissættes korrekt i forhold til den systemiske risiko, de indebærer, for at undgå, at disse risici i sidste ende overføres til skatteyderne. En styrkelse af den finansielle stabilitet vil på den måde gøre alvorlige økonomiske kriser mindre sandsynlige i fremtiden og bane vejen for en mere bæredygtig vækst i Europa.

Omkostningerne ved at styrke markedsinfrastrukturen for OTC-derivater bør ikke pålægges skatteyderne, men dem, der har direkte økonomisk udbytte af at anvende derivater. Størsteparten af omkostningerne vil finansielle virksomheder bære, men en del af dem må forventes at blive pålagt ikke-finansielle institutioner. Det forventes dog, at omkostninger med tiden vil blive mindre: Des mere de centrale markedsinfrastrukturer finder udbredelse, des mindre bliver omkostningerne pr. bruger, efterhånden som netværksvirkningerne slår igennem. Endvidere er det sandsynligt, at det er den ikke-finansielle del af erhvervslivet, der får størst gavn af gennemsigthedsforslagene i afsnit 5.

Kommissionen vil udarbejde konsekvensanalyser inden den endelige udarbejdelse af forslagene. I konsekvensanalyserne vil der blive taget hensyn til alle bidrag fra aktører om omkostninger og gevinster som følge af de nedenfor beskrevne retningslinjer med henblik på at sætte dem i forhold til risici for skatteyderne, idet det erkendes, at de fleste ikke-finansielle institutioner ikke har systemisk betydning.

For at fremme det europæiske erhvervslivs konkurrenceevne og vækst vil Kommissionen bestræbe sig på at sikre, at fremtidige politiktiltag giver de ikke-finansielle institutioner mulighed for at styre deres aktiviteterets iboende risici.

De overordnede målsætninger om sikrere derivatmarkeder bør dog ikke blive undergravet af smuthuller.

### **3. MODPARTSKREDITRISIKO**

Krisen har bl.a. vist, at markedsdeltagerne ikke prissætter modpartskreditrisikoen korrekt. Risikoen afbødes ved at anvende clearing. Clearing kan enten ske bilateralt mellem de to modparter eller centralt via en central modpart (CCP), dvs. med passende sikkerhedsstillelse. Følgende forslag tager derfor sigte på at styrke clearing af derivater på såvel centralt som bilateralt plan.

#### **3.1. Central clearing: sikkerhed og soliditet**

Kommissionen peger på CCP-clearing som det primære middel til at styre modpartsrisici, og G20 deler den opfattelse. For øjeblikket findes der CCP'er, der tilbyder tjenester på europæisk plan, men som er omfattet af nationale regler, da der ikke findes fællesskabslovgivning om CCP'er<sup>5</sup>. ESCB-CESR's<sup>6</sup> anbefalinger har ganske vist sat gang i en konvergensproces for de nationale fremgangsmåder, men de er ikke bindende. I betragtning af CCP'ernes systemiske betydning agter Kommissionen at fremsætte lovgivningsforslag om regulering af deres aktiviteter med henblik på at fjerne divergenser mellem nationale regler og for at skabe

---

<sup>5</sup> Hidtil har den eneste fællesskabsretsakt vedrørende CCP'er sikkerhed og soliditet været finalitydirektivet. Det er ganske vist essentielt, da det omhandler virkningerne af en CCP-deltagers fallit ved spredning til andre deltagere, men direktivet er et krisestyringsinstrument, ikke et bredtfaavnende instrument, der dækker alle CCP'ers aktiviteter, og det er derfor ikke tilstrækkeligt til at sikre CCP'ers sikkerhed og soliditet.

<sup>6</sup> Det Europæiske System af Centralbanker og Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.

sikkerhed, soliditet og god styring. I sin meddelelse af 3. juli 2009 bemærkede Kommissionen endvidere, at der af reguleringsmæssige, tilsynsmæssige og monetærpolitiske grunde er meget der taler for, at CCP-clearingen bør placeres i Europa. I dag er mange CCP'er placeret i EU, men etableringen af klare lovgivningsmæssige og tilsynsmæssige rammer vil bidrage markant hertil.

CCP'er yder tjenester vedrørende en lang række aktivklasser, f.eks. kontante aktiehandler, fast forrentede instrumenter eller derivater (børsnoterede eller OTC). Det ville således være ulogisk at udforme lovgivning om kun én af de aktivklasser, deres aktiviteter omfatter. I stedet vil det kommende lovgivningsforslag om CCP'er omfatte samme vifte af finansielle instrumenter som MiFID-direktivet, således at hele værdikæden bliver præget af konsekvens og man undgår smuthuller. Kommissionen vil derfor foreslå lovgivning om CCP-aktiviteter, som omfatter følgende krav:

- 1) **God forretningsskik og god forvaltning** (f.eks. foranstaltninger i tilfælde af interessekonflikter, adgang, risici og procedurers gennemsigtighed, forretningskontinuitet og minimumsstandarder for ekspertbistand).
- 2) Regler, der skal sikre, at CCP'er ikke anvender lave **standarder for risikostyring**. Ved anvendelsen af reglerne i basisretsakten kan Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA) dermed blive pålagt at udforme tekniske standarder for at sikre, at CCP-deltagere kommer til at nyde godt af det lavest mulige foreskrevne kapitalkrav i forbindelse med modpartskreditrisiko ved centralt clearede kontrakter, i overensstemmelse med den ordning, Baselkomitéen er ved at lægge sidste hånd på. I betragtning af deres nøglerolle i risikostyringen bør CCP'er være omfattet af passende kapitalkrav.
- 3) **Retlig beskyttelse i forbindelse med sikkerhedsstillelse og positioner** fra clearingmedlemmers kunder, således at en bred vifte af markedsdeltagere tilskyndes til at anvende central clearing. Reglerne bør sikre adskillelse af aktiver og kundeaktivers og -positioners portabilitet.
- 4) En **tilladelse**, der gives i henhold til forslaget, vil give CCP'er lov til at tilbyde deres tjenester i alle medlemsstaterne. For at undgå dobbelt sagsbehandling og for at fremme gensidig tillid mellem myndigheder, mener Kommissionen, at det er Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed, der skal give CCP'er tilladelse til at operere i EU. For at sikre passende løbende tilsyn på europæisk plan vil Kommissionen bestræbe sig på en passende ansvarsfordeling mellem ESMA og de nationale tilsynsmyndigheder. Det kan bl.a. omfatte muligheden af at give ESMA direkte tilsynsbeføjelser i betragtning af CCP'ernes særlige karakter og især det, at de dækker hele Europa. I erkendelse af de potentielle forpligtelser eller eventualforpligtelser, der kan være involveret, er en anden mulighed, at det løbende tilsyn inden for ESMA varetages af et kollegium af tilsynsførende fra de mest direkte berørte medlemsstater.
- 5) ESMA bør endvidere bistå Kommissionen ved udarbejdelse af beslutninger om **anerkendelse af tredjelands-CCP'er**, som underkastes tilsvarende og omfattende tilsyn og regelsæt, for at vurdere anmodninger om markedsadgang fra tjenesteydere i tredjelande på grundlag af betragtninger af tilsynsmæssig art.

### **3.2. Sikkerhedsstillelse ved bilateral clearing**

I en ideel verden burde alle derivater cleares centralt, men i praksis egner de sig ikke alle til det. Nogle produkter kan være for individuelt tilpassede, mens andre produkter måske ikke er tilstrækkeligt likvide til central clearing. Sådanne kontrakter vil fortsat blive cleared bilateralt med modparter, der udveksler sikkerhed til dækning af deres engagement. De nuværende niveauer for sikkerhedsstillelse er imidlertid for lave og afspejler ikke den risiko, som handler med bilateralt clearede derivater udgør for det finansielle system, når de når en vis kritisk masse. Det er nødvendigt, at finansielle virksomheder råder over større sikkerhed til dækning af deres krediteksponering.

Kommissionen vil foreslå lovgivning, ifølge hvilken finansielle virksomheder (f.eks. kreditinstitutter, investeringsvirksomheder og investeringsforvaltningsselskaber) skal anføre initial marginbetaling (specifik i forhold til modparts karakteristika) og løbende marginbetaling (ændring i værdien af en kontrakt). Sådanne krav ville samtidig være et incitament til at anvende central clearing, da den økonomiske fordel ved at stille for lille sikkerhed ville blive reduceret i forhold til CCP'ernes skrappe krav til sikkerhedsstillelse.

Undtagen ved en fallit har udveksling af sikkerhed ingen konsekvenser for en enheds nettoindkomst. Ikke-finansielle virksomheder, der anvender derivater, ønsker dog måske ikke at stille kontanter i sikkerhed som løbende marginbetaling, da det kan begrænse deres likviditet. Dermed eksponeres deres finansielle modpart for kreditrisiko, som den bliver nødt til at forvalte i forhold til kunden. Hvis det for ikke-finansielle virksomheder er nødvendigt med krav til løbende marginbetalinger, bør de udformes, så de ikke undergrave erhvervslivets evne til at anvende derivater til risikooverførsel, navnlig når det drejer sig om selskaber, hvis anvendelse af derivater ligger under en vis tærskel. På den anden side kunne en særbehandling af ikke-finansielle virksomheder skabe smuthuller, som giver finansielle virksomheder mulighed for at foretage regularbitrage. Eventuelle undtagelser bør udformes, så alle muligheder for misbrug elimineres.

### **3.3. Kapitalkrav ved bilateral clearing**

I sin meddelelse fra juli 2009 behandlede Kommissionen tanken om, at kontrakter, der er ikke er omfattet af central clearing, underkastes større kapitalkrav. Efter G20-mødet i Pittsburgh er dette nu blevet et internationalt accepteret princip. Større kapitalkrav ville afspejle den større risiko, som sådanne kontrakter udgør for det finansielle system. Eftersom kapitalkravene finder anvendelse efter bilateral udveksling af sikkerhed og netting af engagementer, ville en sådan fremgangsmåde udgøre et endnu større incitament for markedsdeltagerne til at lade en bredere vifte af produkter være omfattet af central clearing. Kommissionen vil derfor påse, at der i reglerne bliver en ordentlig sondring mellem den lavere modpartskreditrisiko ved kontrakter, der cleares af en CCP, og den højere modpartskreditrisiko ved kontrakter, der cleares bilateralt. Det kan primært foregå ved at øge forskellen mellem kapitalkravene for centralt clearede og bilateralt clearede kontrakter, jf. kapitalkravsdirektivet<sup>7</sup>.

Ændringerne bør være i tråd med den fremgangsmåde, der er udstukket af Baselkomitéen for Banktilsyn, som er det globale forum for internationale kapitalbestemmelser for banker, så konkurrencen ikke forvrides og mulighederne for regularbitrage begrænses. Kommissionen

---

<sup>7</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (EUT L 177 af 30.6.2006, s. 1).

vil samarbejde med sine partnere for at sikre, at der nås frem til en aftale, og den vil bestræbe sig på at foreslå de skitserede ændringer af kapitalkravsdirektivet i 2010.

### **3.4. Obligatorisk central clearing**

Foruden kapitalkravene til ikke-centralt clearede produkter agter Kommissionen at foreslå, at det bliver obligatorisk at klare standardiserede derivater via CCP'er, hvilket er i tråd med G20-erklæringen. Ved udarbejdelse af det detaljerede forslag vil Kommissionen samarbejde med sine partnere i G20, navnlig USA, med henblik på at nå frem til ambitiøse løsninger på de praktiske problemer i forbindelse med at gøre kravet operationelt. Det omfatter bl.a. en afgrænsning af, hvilke kontrakter der kan betragtes som standardiserede med henblik på central clearing. Standardiserede kontrakter bør blive normen, men tilsynsmyndighederne bør også føre et indgående tilsyn med ikke-standardiserede kontrakter.

## **4. OPERATIONEL RISIKO**

Operationel risiko vedrører tab som følge af uhensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer eller som følge af eksterne begivenheder, inklusive juridiske risici. Markedet har gjort en indsats for at mindske operationel risiko. F.eks. har markedspraksis frembragt juridisk standarddokumentation for en betragtelig del af derivatmarkedet. Endvidere er markedsdeltagerne gradvis gået over til elektronisk bearbejdning af handler. Disse løbende bestræbelser vil sandsynligvis få en saltvandsindsprøjtning, når det bliver obligatorisk at anvende dataregistre og anvendelsen af central clearing vokser. Indsatsen vil resultere i mere standardisering af kontrakter for så vidt angår elektronisk behandling og juridiske standardbetingelser (uden at det berører kontrakternes økonomiske betingelser), som også vil lette central clearing.

Kommissionen mener imidlertid, at sektorens igangværende indsats for at reducere operationelle risici bør styrkes. Kommissionen agter derfor at vurdere, om der skal udformes en ny tilgang til operationel risiko i kapitalkravsdirektivet for at sætte skub i standardisering af kontrakter og elektronisk behandling.

Dertil kommer, at der er behov for en mere kollektiv indsats fra markedsdeltagernes side. Kommissionen vil derfor bygge videre på de gode erfaringer fra derivatarbejdsgruppen og opstille ambitiøse mål på europæisk plan med skrappe tidsfrister for standardisering af juridiske og proceduremæssige aspekter, så man også i Europa får det fulde udbytte.

## **5. GENNEMSIGTIGHED**

OTC-derivatmarkederne har klart lidt under en manglende gennemsigtighed med hensyn til priser, transaktioner og positioner. Manglen på gennemsigtighed for myndigheder og for markedet har haft skiftende omfang på forskellige tidspunkter og for forskellige produkter, men den har generelt set hindret myndigheder i et effektivt tilsyn med derivatmarkederne hvad angår systemisk risiko og markedsmisbrug. For markedsdeltagere har den manglende gennemsigtighed vanskeliggjort adgang til pålidelige priser, risikovurdering, værdiansættelse af positioner og kontrol af bedste gennemførelse.

## 5.1. Transaktionsregistre

Myndigheder vedrørende systemiske risici og finanstilsyn har brug for en samlet oversigt over derivatmarkedet. Det bør derfor være obligatorisk at indberette alle transaktioner til transaktionsregistre. Oplysninger om handler foretaget på børser eller cleared via en CCP kan leveres til myndighederne direkte via disse enheder. Kommissionen vil fremsætte lovgivningsforslag om transaktionsregistre og om nye indberetningskrav til markedsdeltagerne.

Registre kommer til at spille en central rolle i den nye markedsstruktur. De bør derfor reguleres, for at det sikres, at de fungerer på en sikker, forsvarlig og effektiv måde. Lovgivningen bør fastsætte fælles retlige rammer for driften af transaktionsregistre og bør bl.a. omfatte krav vedrørende tilladelse/registrering, adgang til og deltagelse i et register, offentliggørelse af data, datakvalitet og dataaktualitet, adgang til data, sikker lagring af data, retssikkerhed i forbindelse med registrerede kontrakter, god forvaltning og driftspålidelighed<sup>8</sup>.

Efter Kommissionens opfattelse bør ESMA have ansvaret for at give tilladelse til registre og føre tilsyn med dem, da registre tilbyder deres tjenester på europæisk plan eller endda på verdensplan. ESMA bør ligeledes have ansvaret for at give tilladelse til drift af tredjelandregistre i EU på grundlag af en beslutning fra Kommissionen på grundlag af betragtninger af tilsynsmæssig art om de pågældende retlige rammers ligestilling. På gensidig basis bør ESMA påse, at de europæiske myndigheder har uhindret adgang til fuldstændige globale oplysninger. Hvor en sådan adgang ikke findes, vil Kommissionen tilskynde til oprettelse og drift af transaktionsregistre med hjemsted i Europa. ESMA vil derfor i sidste ende fungere som en kanal for formidling af oplysninger om derivater til nationale myndigheder vedrørende finansielle tjenesteydelser og sektororienterede myndigheder<sup>9</sup>.

## 5.2. Handel på organiserede markeder

G20 aftalte, at alle standardiserede OTC-derivatkontrakter bør handles på børser eller elektroniske handelsplatforme, alt efter hvad der er relevant. I EU betyder det, at de handler, der skal foregå på børser, foretages via organiserede handelssystemer, jf. definitionerne i MiFID-direktivet<sup>10</sup>. Næsten alle derivatbørser anvender en central modpart. Ved at kombinere handel på børser med central clearing elimineres handlers bilaterale karakter, hvilket medfører særdeles synlige priser, mængder og åbne kontrakter og letter markedsadgangen.

## 5.3. Gennemsigtighed før og efter handler

Der er behov for, at handel via organiserede systemer ledsages af en styrkelse af bestemmelserne om sådanne systemer, navnlig med hensyn til handlers gennemsigtighed. En harmonisering af krav til gennemsigtighed før og efter handler hvad angår offentliggørelse af

---

<sup>8</sup> OTC Derivatives Regulators Forum har iværksat et initiativ, der tager sigte på dette mål.

<sup>9</sup> På visse varederivatmarkeder (f.eks. elektricitet og gas) er der et særligt behov for at se nærmere på den gensidige afhængighed mellem spotmarkeder og derivatmarkeder. ESMA's funktion som informationskanal vil sikre, at der er én primær myndighed for registre, hvilket er vigtigt for effektiviteten. Dette vil samtidig sikre, at sektororienterede myndigheder får adgang til de oplysninger, de har brug for, via et let tilgængeligt kontaktpunkt. Da hovedformålet med at gøre transaktionsregistre obligatoriske er finansiel stabilitet, kan tilsynsstrukturer for varespotmarkeder evt. udformes på en anden måde.

<sup>10</sup> Reguleret marked, multilateral handelsfacilitet eller selskab, der systematisk internaliserer (systematic internaliser).

handler og de pågældende priser og mængder fra de forskellige organiserede handelssystemer skal overvejes omhyggeligt; det gælder også OTC-markeder. Det bliver et centralt aspekt i indsatsen for at undgå smuthuller i rammerne for handelssystemer og for at sikre, at derivater er omfattet fuldt ud. Dette vil blive behandlet i forbindelse med revisionen af MiFID-direktivet i 2010.

Det er nødvendigt, at de strengere krav til gennemsigtighed afbalanceres, så man afbøder eventuelle negative bivirkninger for likviditeten og undgår uforholdsmæssigt store administrative omkostninger.

G20-lederne var i Pittsburgh endvidere enige om, at der skal ske en forbedring af finans- og varemarkedernes regulering, virkemåde og gennemsigtighed med henblik på at gøre noget ved vareprisernes overdrevne volatilitet. Den finansielle regulering vil blive ændret som led i indsatsen for at sikre, at EU's derivatmarkedet i landbrugssektoren fastholder deres oprindelige sigte, nemlig prisfastsættelses- og afdækningsmuligheder som middel til at klare prisvolatilitet<sup>11</sup>. Disse foranstaltninger vil blive indført parallelt med krav vedrørende gennemsigtighed for alle derivatmarkeder (og muligvis også andre markeder end aktiemarkeder), nemlig som led i revisionen af MiFID-direktivet.

Hvad angår EU's el- og gasmarkeder vil Kommissionen i 2010 som en del af en omfattende markedsintegritetspakke fremsætte forslag, der skal sikre offentliggørelse af engroshandler også på spotmarkederne, for at forbedre prisfastsættelsen, markedsadgangen og offentlighedens generelle tillid<sup>12</sup>.

## **6. MARKEDSINTEGRITET OG TILSYN**

I tråd med G20-konklusionerne er der i EU sat gang i en række foranstaltninger, der tager sigte på at styrke derivatmarkedernes markedsintegritet.

Ved revisionen i 2010 af markedsmisbrugsdirektivet vil de relevante bestemmelser blive udvidet til at omfatte derivatmarkederne helt. De europæiske værdipapirmyndigheder gør fremskridt med hensyn til krav om indberetninger om transaktioner med OTC-derivater. Som led i indsatsen for at bringe reglerne for fysiske og finansielle energimarkeder i tråd med hinanden forventes der fremsat et skræddersyet forslag om tilsyn på EU-plan med el- og gasspotmarkederne med henblik på at sikre gennemsigtighed og markedsintegritet. Kommissionen skal ligeledes inden udgangen af 2010 undersøge, om markedet for emissionstilladelser er tilstrækkeligt beskyttet mod insiderhandel eller markedsmanipulation, og om nødvendigt fremlægge forslag til sikring af en sådan beskyttelse<sup>13</sup>. Dertil kommer, at der på landbrugsområdet er planer om mere komplet indberetning om transaktioner og positioner til de finansielle myndigheder vedrørende derivathandelsaktivitet.

Revisionen af MiFID-direktivet vil også betyde afslutningen på arbejdet med fritagelser for visse kommercielle firmaer, der handler med varederivater. MiFID-direktivets bestemmelser

---

<sup>11</sup> Kommissionen vil behandle disse spørgsmål nærmere i en kommende meddelelse om en bedre fungerende fødevareforsyningskæde i Europa.

<sup>12</sup> I januar 2009 anbefalede Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg og Gruppen af Europæiske Tilsynsmyndigheder for Elektricitet og Gas Kommissionen at udforme særlige ordninger for gennemsigtighed i forbindelse med handel med elektricitet og gas som led i indsatsen for at forbedre markedsadgang og prisfastsættelse.

<sup>13</sup> I artikel 12, stk. 1a, i direktiv 2003/87/EF som ændret.

om krav vedrørende tilladelse og drift, indberetning og regler om god forretningsskik finder ikke anvendelse på sådanne firmaer. Høringsresultaterne<sup>14</sup> og nyere tendenser, der viser behovet for, at lovgivningen vedrørende de finansielle markeder omfatter alle relevante deltagere, vil også blive taget i betragtning, når der skal drages konklusioner.

Endelig agter Kommissionen at foreslå regler, der skal give myndighederne mulighed for at fastsætte grænser for positioner for at imødegå uforholdsmæssigt store prisudsving eller koncentrationer af spekulative positioner<sup>15</sup>.

## 7. SAMMENFATNING

Efter Kommissionens opfattelse vil de beskrevne foranstaltninger bevirke et paradigmeskifte væk fra den traditionelle opfattelse - nemlig at derivater er finansielle instrumenter, der henvender sig til professionelle, og som man regnede med kunne nøjes med at være omfattet af løsere regler - hen imod en tilgang med passende prissætning af risici. Den generelle tilgang vil begrænse mulighederne for smuthuller og regelarbitrage.

Nedenstående skema giver en oversigt over de konkrete politiktiltag, der er beskrevet ovenfor. Kommissionen vil nu gå i gang med at udforme lovgivningen, bl.a. ved at iværksætte konsekvensanalyser, med henblik på i 2010 at foreslå en ambitiøs lovgivning om regulering af derivater. Når Kommissionen skal formulere forslagene, vil det arbejde tæt sammen med alle aktører i EU og sine partnere på verdensplan. Kun ved at agere i fællesskab kan vi bygge fundamentet til derivatmarkeder, der reelt er effektive, sikre og solide.

### Fremtidige politiktiltag til sikring af effektive, sikre og solide derivatmarkeder

Formål	Foreslåede tiltag	Tidsplan
Reduktion af modpartskreditrisikoen - styrket clearing	1) Forslag til lovgivning om CCP-krav vedrørende:	Medio 2010
	a) sikkerhedskrav (f.eks. god forretnings- og forvaltningsskik, risikostyring og retlig beskyttelse i forbindelse med sikkerhedsstillelse og positioner)	
	b) tilladelse/tilbagekaldelse af tilladelse for CCP'er og tilsyn hermed	
	c) obligatorisk CCP-clearing for standardiserede derivater	
	2) Ændring af kapitalkravsdirektivet med henblik på:	Ultimo 2010
	a) krav til finansielle virksomheder om at anføre initial marginbetaling og	

<sup>14</sup> Se f.eks. råd fra Det Europæiske Banktilsynsudvalg og Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) samt Ekspertgruppen vedrørende de Europæiske Værdipapirmarkeder

([http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/commodity\\_derivatives\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf)).

<sup>15</sup> Dette gælder især for råvaremarkeder, jf. fodnote 11.

		<p>løbende marginbetaling</p> <p>b) markante forskelle i kapitalkravene mellem CCP-cleared og ikke-CCP-cleared kontrakter i kapitalkravsdirektivet</p>	
Reduktion af operationelle risici - standardisering	<p>3) Vurdering af, om der skal udformes en ny tilgang til operationel risiko i kapitalkravsdirektivet for at sætte skub i standardisering af kontrakter og elektronisk behandling</p> <p>4) Samarbejde med branchen om at øge standardisering af retlige ordninger og processer</p>	<p>Ultimo 2010</p> <p>Løbende</p>	
Øget gennemsigtighed - transaktionsregistre	<p>5) Forslag til lovgivning om handelsregistre:</p> <p>a) Regulering af transaktionsregistre</p> <p>b) Obligatorisk indberetning af OTC-derivat-transaktioner til transaktionsregistre</p>	Medio 2010	
Øget gennemsigtighed - handel	<p>6) Ændring af MiFID-direktivet for at kræve indførelse af indberetning af transaktioner og positioner i forbindelse med CCP'er og transaktionsregistre</p> <p>7) Handel med standardiserede kontrakter via organiserede handelssystemer i henhold til MiFID-direktivet</p> <p>8) Øget gennemsigtighed med hensyn til handel og priser på tværs af handelssystemer og OTC-markeder, alt efter hvad der er relevant, i MiFID-direktivet</p> <p>9) Afslutning på arbejdet med fritagelser fra MiFID-direktivet for varefirmaer</p>	Ultimo 2010	
Bedre markedsintegritet	<p>10) Markedsmisbrugsdirektivet skal også omfatte OTC-derivater</p> <p>11) Myndighederne skal have beføjelse til at fastsætte positionsgrænser (MiFID)</p>	Ultimo 2010	