

SV

SV

SV



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 3.7.2009
KOM(2009) 332 slutlig

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

Effektiva, säkra och solida derivatmarknader

{ SEK(2009) 905 slutlig }
{ SEK(2009) 914 slutlig }

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

Effektiva, säkra och solida derivatmarknader

(Text av betydelse för EES)

1. INLEDNING

Under den rådande finanskrisen har derivatinstrumenten hamnat i centrum för tillsynsorganens uppmärksamhet. Under förra året framgick det klart genom den i sista stund avvärjda kraschen i Bear Sterns i mars 2008, Lehman Brothers fallissemang den 15 september och undsättningsaktionen för AIG dagen därpå vilket avgörande inflytande derivatinstrument i allmänhet och s.k. Credit Default Swaps i synnerhet har på marknadernas funktion.

Det råder bred enighet kring lärdomarna av finanskrisen när det gäller derivatmarknadernas fördelar och risker. I rapporten från högnivågruppen under Jacques de Larosières ordförandeskap påvisades riskerna med ett snabbt, för att inte säga explosivt, ökande utnyttjande av kreditderivat, och behovet av att ingripa mot den bristande överblickbarheten på marknaden framhölls särskilt. I rapporten rekommenderades därför insatser för att förenkla och standardisera OTC-derivat och införa clearing via centrala motparter (nedan *CCP-clearing*). G20 åtog sig vid sitt toppmöte i London i april att verka för standardisering inom kreditderivathandeln och göra marknaderna motståndskraftiga mot påfrestningar, särskilt genom att införa CCP-clearing som omfattas av effektiv reglering och tillsyn. Även Europeiska rådet den 19 juni 2009 efterlyste ytterligare insatser för att garantera överblickbarhet och stabilitet på derivatmarknaderna.

Sedan oktober 2008 har kommissionen aktivt genomfört en ingående översyn av derivatmarknaderna. Som förutskickades i meddelandet *Främja återhämtning i Europa* presenteras här resultaten av denna översyn och planen bereds för kommande åtgärder för att angripa de påvisade problemen. Parallellt kommer kommissionen att fortsätta sitt konstruktiva samarbete med branschen för att säkerställa genomförandet av dess åtagande att införa EU-baserad central clearing senast från och med slutet av juli 2009. Kommissionen kommer att fullt ut beakta branschens åtgärder vid utarbetandet av uppföljningen av detta meddelande.

Tillsammans med detta meddelande presenteras ett arbetsdokument från kommissionen som innehåller en översikt över i) derivatmarknaderna och ii) marknadssegmenten för OTC-derivat samt iii) en utvärdering av effektiviteten hos de nu tillämpade riskreduceringsåtgärderna, särskilt i fråga om ”credit default swaps” (CDS).

Kommissionen välkomnar reaktioner från intressenterna på riktlinjerna i detta meddelande, och särskilt svar på de specifika frågor som presenteras närmare i det bifogade samrådsdokumentet. Dessa bör sändas till kommissionen senast den 31 augusti 2009.

2. DERIVAT OCH DERIVATMARKNADER

I detta kapitel förklaras vad som menas med derivat, vilka fördelar de har för ekonomin och vilka riskerna är med dem (och dessa risker har varit i centrum för finanskrisen).

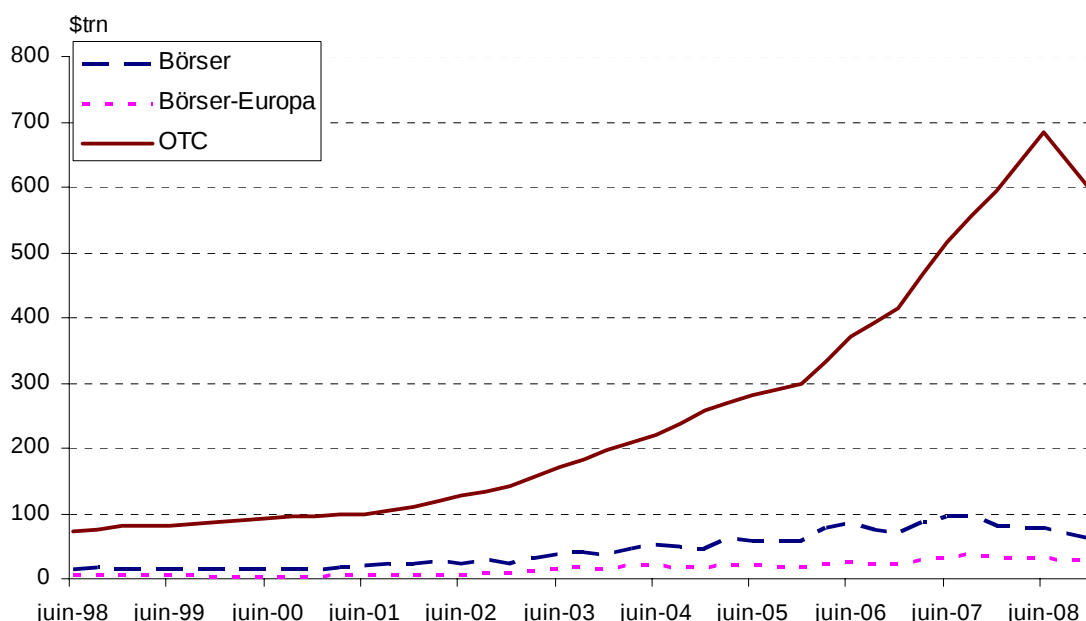
2.1. Vad är derivat?

Derivat är finansiella kontrakt om handel med och omfördelning av risker som genereras i den reala ekonomin. De är därför viktiga instrument för ekonomiska aktörer som önskar överföra risker. De kan användas både för att gardera sig mot risker och för att ta på sig risker i vinstsyfte. De kallas "derivat" därför att deras värde härleds (härleda/härlett = eng. "derive/derived", av lat. "derivare/derivatum") från värdet på ett "underliggande" instrument, som kan vara en råvara, en marknadsvariabel eller till och med en tjänst.

Det finns många olika slag av derivat. Vissa, t.ex. "futures", är standardiserade produkter, medan andra skräddarsys för varje kontrakt till användarnas specifika behov, t.ex. swappar. Denna tillväxt har Standardiserade derivat handlas normalt på särskilda handelsplatser där noteringarna offentliggörs (t.ex. på derivatbörser), medan de icke-standardiserade produkterna handlas utanför reglerade marknader eller "över disk" ("over-the-counter (OTC)") och deras noterade värden stannar hos parterna.

Användningen av derivat har ökat enormt under det senaste decenniet. Denna tillväxt har skett i form av OTC-derivat som framgår av följande diagram:

Derivatmarknadernas omfattning: på och utanför reglerade marknader



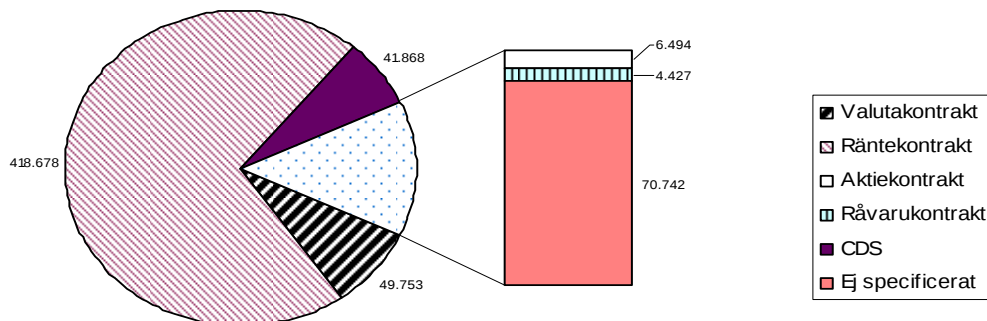
Anm.: I diagrammet visas de utestående nominella beloppen på respektive utanför reglerade marknader. I diagrammet visas utestående belopp världen över. För reglerade marknader visas även Europas andel separat (någon liknande geografisk uppdelning finns inte för uppgifterna om OTC-handel. Källa: Bank for International Settlements (BIS).

OTC-derivat delas allmänt in i fem stora segment: valutaderivat, räntederivat, aktiederivat, råvaruderivat och kreditderivat (som till övervägande delen är s.k. CDS-instrument ("credit default swaps")) I följande diagram visas dessa segments relativa omfattning. I kapitel 3 i

arbetsdokumentet beskrivs segmenten närmare tillsammans med de specifika egenskaperna och riskerna hos de olika slagen av OTC-derivat.

Marknadssegment för OTC-derivat

Utestående nominella belopp i biljoner USD (december 2008)



Source: BIS (2009)

2.2. Derivat gynnar ekonomin...

Ingen ekonomi kan blomstra om ingen vill ta några risker. En entreprenör som startar ett företag tar risken att företaget kan gå i konkurs. En bank som lånar ut pengar till entreprenörens företag riskerar att inte få full återbetalning av sitt lån. Om inte entreprenören hade startat sitt företag skulle dock en sparare som satt in sina pengar på ett konto i den banken ha haft en möjlighet mindre att få en anständig avkastning på sitt sparkapital. Spararen vet att ju högre avkastningen kan bli, desto större är risken med det projekt han är med och finansierar. För finansiering av investeringar krävs det därför att någon är villig att stå risken i sammanhanget. Ingen tycker om att ta på sig för stora risker, och därför är det en fördel om riskerna kan delas.

Det kan åstadkommas med derivat: med hjälp av dem delas eller omfördelas risker, och de kan användas som säkring ("hedge") mot en specifik risk eller som ett instrument för att skaffa sig spekulativa positioner. Affärsföretag, t.ex. flygbolag, tillverkningsindustri osv., använder t.ex. derivat för att täcka riskerna för prisökningar på de råvaror de använder i sin verksamhet och för att bättre kunna planera sina framtida behov.

2.3. ... men kan också utsätta den för risker ...

Institut som är verksamma på derivatmarknaderna kan täcka, eller "hedgea", de risker de utsätter sig för genom att använda derivat. Eftersom det saknas tillförlitlig offentlig information om dessa marknader är det dock svårt för marknadsaktörer och tillsynsorgan att avgöra om risker är effektivt täckta.

Om de som handlar med derivat varken är marknadsgaranter eller har något intresse i det underliggande instrumentet underlättar de spekulation, volatilitet och riskuppbbyggnad i systemet. Derivat kan då användas som ett sätt att "blåsa upp" balansräkningarna för aktörer på derivatmarknaderna, eftersom de gör det möjligt för dem att inta positioner med mindre kapital än vad som krävs för investeringar på spotmarknaderna där transaktionerna regleras praktiskt taget omedelbart.

Om en motpart skulle falla kan det dessutom vara svårt att hitta andra motparter för att ersätta en säkring. De kan antingen själva vara i en ansträngd situation eller dra sig för att ge sig in i en affär på grund av att det råder osäkerhet i stort. På marknader med få aktörer blir detta problem ännu påtagligare.

Kort sagt: när man ingår ett OTC-kontrakt är det svårt att *bedöma* risken för att en motpart fallerar. På nära sammankopplade finansiella marknader skulle det för en sådan bedömning i princip krävas att varje marknadsaktör har god kännedom om samtliga andra marknadsaktörer. I själva verket har dock aktörer på OTC-marknaderna endast ofullständig sådan kännedom eftersom mycket litet offentlig information ges.

CDS-instrument är särskilt riskutsatta i alla avseenden: de flesta derivat är beroende av iakttagbara marknadspriser (t.ex. räntesatser eller växelkurser), men CDS-instrument är annorlunda. Den risk de täcker – kreditrisken – är inte omedelbart iakttagbar utan kräver specifik information om låntagaren, något som normalt bara bankerna hade när instrumentet konstruerades. Under de senaste decennierna har det dock blivit lättare att handla med kreditrisker, t.ex. genom värdepapperisering. Det är fortfarande svårt att bedöma risker, vilket kan leda till situationer marknaden plötsligt ställs inför ett betydande fallissemang. Riskerna med CDS-instrument förstärks dessutom på grund av att de potentiella förpliktelser de är förenade med är extrema¹. Dessa risker är inte unika för CDS-instrument: de gäller generellt för alla andra derivat också –men i mindre dramatisk omfattning.

2.4. ... som det visat sig under finanskrisen

Finanskrisen har visat på att riskerna inte är teoretiska utan reella. Bear Sterns, Lehman Brothers och AIG var betydande aktörer på marknaden för OTC-derivat, som mäklare eller användare eller i båda dess egenskaper. De störningar de utsattes för hade sitt ursprung utanför marknaden för OTC-derivat men kom in på den via de CDS-instrument som tecknades av dessa tre institut, och eftersom de instituten hade centrala positioner på alla marknader för OTC-derivat spred de sig utanför CDS-instrumentsektorn och påverkade världsekonomin i stort. Den bristande överblickbarheten på marknaden förhindrade dels andra aktörer från att få exakt kännedom om vilka exponeringar deras motparter hade mot dessa tre institut, vilket ledde till misstro och plötsligt sinande likviditetsströmmar, dels gjorde den det också omöjligt för tillsynsmyndigheterna att identifiera de risker som höll på att byggas upp inom systemet och bedöma i hur hög grad de var koncentrerade. Därför kunde de inte förutse vilka effekter ett fallissemang i de tre instituten skulle få på den finansiella stabiliteten. Problemet förvärrades av den svaga regleringen av marknaden som medförde att tillsynsorganen inte hade tillräcklig information.

Kort sagt har krisen klart visat hur derivat i allmänhet och CDS-instrument i synnerhet kan skapa ett nät av ömsesidiga beroenden som är svårt att komma till insikt om, reda upp och hålla kontroll över under tiden omedelbart efter ett fallissemang. Det har därför framstått klart genom krisen att de särskilda egenskaperna hos marknaderna för OTC-derivat – förhandlingarnas privata karaktär och den begränsade offentliga informationen om dem, det intrikata nätet av ömsesidiga beroenden, svårigheterna att inse riskernas art och omfattning –

¹ Kassaflödena i samband med ett CDS-instrument är "diskontinuerliga", dvs. säljaren får normalt ett stadigt inflöde av avgifter, men han måste ändå stå risken för att det organ CDS-instrumentet avser fallerar. I så fall måste han betala ut hela lånebeloppet minus värdet av den fallerade skuldförbindelsen. Detta har lett till att CDS-instrument ibland missbrukats som finansieringsinstrument.

ökar osäkerheten när marknaderna utsätts för påfrestningar och därigenom medför risker för den finansiella stabiliteten.

3. HANTERING AV MOTPARTSRISKER

Motpartsrisker kan reduceras om strukturen på handeln och uppföljningsfunktionerna modifieras. När det gäller handeln kan riskerna reduceras genom operativa effektivitetsökningar, t.ex. genom att säkerställa att transaktionerna utförs, registreras och bekräftas elektroniskt². På så sätt skulle genomförandet av OTC-transaktioner bli mer likt börshandel. Ökad operativ effektivitet stod i centrum för tillsynsmyndigheternas uppmärksamhet redan innan finanskrisen bröt ut och har bl.a. bidragit till att CDS-instrument i dag i ökande omfattning registreras och bekräftas elektroniskt.

Även om den operativa effektiviteten är nödvändig är den inte tillräcklig i sig. För att effektivt angripa de risker som beskrivits är det nödvändigt att också stärka funktionerna vid uppföljningen av handelstransaktionerna, bland annat clearingen. Det är genom clearing som de nämnda riskerna reduceras. Det är därför en central funktion på derivatmarknaderna. Clearing kan antingen ske bilateralt mellan två motparter i en viss transaktion eller på central marknadsnivå via en central motpart (CCP = "Central Counter-Party"). På börser används nästan uteslutande CCP-clearing. Utanför de reglerade marknadsplatserna är bilateral clearing fortfarande det normala, även om CCP-clearing också förekommer inom vissa marknadssegment (främst när det gäller ränteswappar).

- **Bilateral clearing:** Oftast har de båda motparterna överenskommit om säkerhetsordningar med bestämmelser om regelbunden kontroll av hur värdet på kontraktet utvecklas så att de respektive inbördes kreditexponeringarna kan förvaltas. Om värdet har utvecklats så att en part har byggt upp en fordran på sin motpart har denna part rätt att begära överföring av säkerhet. Säkerheter är viktiga för att reducera kreditrisken, men det kräver förvaltning av clearingrelationer med ett flertal motparter. Detta intrikata bilaterala nät gör det genom själva sin natur svårt för ett institut att få grepp om sin egen kreditexponering till följd av sina motparter exponeringar mot varandra och ännu svårare att bedöma dominoeffekterna av en motparts fallissemang.
- **CCP-clearing:** Den centrala motparten (CCP) ingriper i varje transaktion genom att fungera som motpart till vardera parten i kontraktet. De båda parternas förpliktelser gäller nu i förhållande till den centrala motparten så att varje parts exponering på marknaden är mot en och samma part. Det finns flera fördelar med CCP-clearing: Det fungerar i praktiken som en ömsesidig försäkring med ömsesidigt skydd. Det förenklar förvaltningen av säkerheterna eftersom det är den centrala motparten som samlar in och förvaltar säkerheterna. Det är också säkrare, eftersom CCP-organet är den centrala garanten och uteslutande inriktat på att hantera risker med flera skyddsnivåer. Genom sin uteslutande inriktning på riskhantering är CCP-organet en neutral part. Det befinner sig i centrum för transaktionen och har därför lättare att överblicka och hantera risker. Att central information samlas hos CCP-organet underlättar även tillsynsorganens riskbevakning. Med hänsyn till CCP-organens uppgifter inom det finansiella systemet är det av avgörande

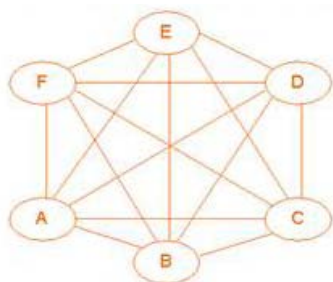
² Se avsnitt 2.2 i det bifogade arbetsdokumentet för en närmare beskrivning av dessa begrepp.

betydelse att de drivs professionellt, har betryggande kapitalisering och är väl reglerade för att garantera säkerhet och sundhet³.

Bilateral clearing jämfört med CCP-clearing

Bilateral clearing

- Nät av motpartexponeringar
- Komplexa överföringar av säkerheter
- Potentiell dominoeffekt om en aktör fallerar



CCP clearing

- Central garant fungerar som nav
- Alla säkerheter överförs till resp. från den centrala motparten
- Den centrala motparten är kapitaliserad för att stå emot aktörers fallisemang



Med tanke på alla dessa fördelar kan man undra varför marknadsaktörerna inte genomgående använder CCP-clearing. Den första – och självklara – orsaken är att säkerheten har sina kostnader för deltagarna, eftersom de måste bidra till CCP-organets skyddsnivåer. För det andra ger CCP-clearing bättre överblickbarhet och omfördelar därför informationsfördelarna bland marknadsaktörerna till nackdel för dem som nu har en informationsfördel (dvs. de större mäklarna av OTC-derivat). Det är dock också sant att man inte alltid kan använda CCP-clearing. Ett antal förutsättningar, i stort sett avseende likviditet och standardisering, måste uppfyllas innan CCP-clearing kan användas. Eftersom alla OTC-derivat alltså inte har de nödvändiga egenskaperna för att kunna CCP-clearas kommer kommissionen också att verka för att stärka hanteringen av motpartsrisker i bilateral handel.

Kort sagt varierar riskerna med derivat beroende på marknadernas struktur. I stort sett är OTC-marknaderna mycket mer riskabla än de reglerade marknadsplatserna, eftersom de är mindre överblickbara och motpartsrelationerna på dem är mer komplexa. Effektiviteten hos instrumenten för reducering av bilaterala motpartsrisker lämnar således en hel del övrigt att önska, och formerna för reducering av motpartsrisker måste förbättras avsevärt.

4. ÅTGÄRDER SOM KOMMISSIONEN REDAN VIDTAGIT FÖR ATT ÖKA DEN FINANSIELLA STABILITETEN PÅ DERIVATMARKNADERNA

Även om derivatinstrument inte ligger utanför EU:s regelverk om finansiella tjänster motiverar frågor som den enorma tillväxten av marknaderna för OTC-derivat, den ökade volymen på de spekulativa positioner som byggs upp med derivat och oreglerade aktörers allt större deltagande på derivatmarknaderna en översyn av vårt rättsliga ramverk. Sedan finanskrisen brutit ut har kommissionen agerat snabbt och vidtagit åtgärder för att hantera några av de mest överhängande akuta riskerna i samband med derivat.

³

Se avsnitt 2.4.2 i det bifogade arbetsdokumentet för en mer ingående beskrivning av CCP-clearing.

För det första uppmanade kommissionär Charlie McCreevy, i fråga om CDS-instrument, i oktober 2008 till i) en systematisk översyn av derivatmarknaderna med stöd av de lärdomar som nyss kunnat dras av finanskrisen och ii) konkreta förslag till former för reducering av riskerna med kreditderivat⁴. Till följd av detta åtog sig CDS-mäklare att börja clara godtagbara CDS-instrument avseende europeiska referensenheter och index för dessa enheter via ett eller flera europeiska CCP-organ senast den 31 juli 2009⁵.

För det andra togs vissa av problemen i samband med värdepapperisering och överföring av alltför stora risker eller felaktig riskvärdering upp vid översynen av kapitalkravsdirektivet⁶. I det förslaget anges bland annat att det ska krävas att företag (s.k. originatorer) som "förpackar" lån i omsättningsbara finansiella instrument ("värdepapperiserar" dem) ska behålla en viss exponering för riskerna med dessa instrument och att de företag som placerar i dessa finansiella instrument måste göra en noggrann genomgång av de värdepapperiserade instrumenten innan de fattar sina investeringsbeslut. Om företagen inte uppfyller dessa krav kommer de att bli skyldiga att betala höga böter.

För det tredje kommer kommissionen inom kort att anta ett förslag om kapitalkrav avseende finansiella instituts handelslager samt positioner vid värdepapperisering och förnyad värdepapperisering. De ökade kapitalkrav som föreskrivs i detta förslag kommer ytterst sannolikt att avhålla finansiella institut från att ta alltför stora kortfristiga risker.

För det fjärde genomför kommissionen en översyn av sin modell för tillsyn över finansiella marknader. Genom förslaget att inrätta ett europeiskt makrofinansiellt tillsynsorgan kommer EU att skaffa sig kapacitet att identifiera alltför stora risker som håller på att byggas upp inom det finansiella systemet och motverka dessa. Det europeisk systemriskrådet kommer att aktivt verka för att förhindra att risker som härrör från derivatmarknaderna medför problem för det finansiella och ekonomiska systemet i stort.

För det femte har det framstått klart att kreditvärderingsinstituten inte kunde förbli oreglerade, eftersom de hade misslyckats med att göra en tillfredsställande bedömning av riskerna med komplexa instrument, vilket bland annat sammanhänger med principen att emittenten betalar värderingen av sin emission. I april 2009 godkände rådet och Europaparlamentet en förordning som föreslagits av kommissionen enligt vilken kreditvärderingsinstituten måste

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

⁵ Den 17 februari 2009 åtog sig nio mäklare med världsomspännande verksamhet (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) att utnyttja en eller flera centrala motparter inom EU när de väl etablerats som system enligt direktivet om slutgiltig avveckling (98/26/EG) för att i) clara CDS-instrument avseende europeiska referensenheter och index för dessa enheter om förutsättningarna för CCP-clearing föreligger och ii) i efterhand åta sig fungera som central motpart för utestående godtagbara kontrakt. Sedan dess har ytterligare en mäklare (Nomura) ställt sig bakom åtagandet, och stöd för initiativet har uttalats av Europeiska bankförbundet, European Public Banks Board och andra europeiska branschorganisationer på bankområdet.

⁶ KOM(2008) 602 – COD(2008) 191 om ändring av direktiven 2006/48/EG och 2006/49/EG vad gäller banker anslutna till centrala kreditinstitut, vissa frågor som gäller kapitalbasen, stora exponeringar, tillsynsrutiner och krishantering.

följa strikta normer i fråga om integritet, kvalitet och överblickbarhet och stå under fortlöpande offentlig tillsyn⁷.

Slutligen har Europeiska kommissionen föreslagit ett direktiv om förvaltning av alternativa investeringsfonder ("AIF-fonder*"), däribland hedgefonder, som kommer att skapa ett övergripande effektivt ramverk för reglering och tillsyn på EU-nivå. Genom det föreslagna direktivet kommer medlemsstaterna att kunna förbättra den makroprudentiella bevakningen av sektorn och den mikroprudentiella tillsynen, införa tak för AIF-fondernas utnyttjande av hävstångseffekter och vidta samordnade åtgärder när så krävs för att säkerställa att de finansiella marknaderna fungerar korrekt⁸.

5. DEN FRAMTIDA INRIKTNINGEN: NYA INITIATIV FÖR ATT ÖKA DEN FINANSIELLA STABILITETEN

Den kris vi nu genomlever har visat på behovet av att behandla marknaderna för OTC-derivat så att de kan fullgöra sina ekonomiska uppgifter på ett sätt som inte äventyrar stabiliteten i det finansiella systemet. Av det skälet finner kommissionen att åtgärder bör vidtas för att a) ge tillsynsmyndigheterna möjlighet att skaffa sig fullständig kännedom om transaktioner som sker på marknader för OTC-derivat och positioner som håller på att byggas upp på dessa, b) öka användarnas möjligheter att överblicka marknaderna för OTC-derivat, särskilt genom tillhandahållande av mer och bättre information om priser och volymer, c) effektivisera derivatmarknadernas operativa funktioner för att säkerställa att OTC-derivaten inte skadar den finansiella stabiliteten, och d) reducera motpartsrisker och främja centrala strukturer. De viktigaste medlen för att nå dessa mål är i) främjande av ytterligare standardisering, ii) användning av centrala databaser, iii) övergång till CCP-clearing, och iv) flytta handeln till mer offentliga marknadsplatser⁹. I detta avsnitt behandlas dessa åtgärder och riktlinjer föreslås för det kommande arbetet.

5.1. Standardisering

För OTC-derivat som kan komma i fråga för CCP-clearing är standardisering en första förutsättning för de ytterligare åtgärder som beskrivs i det följande. För OTC-derivat som inte kan komma i fråga för CCP-clearing skulle effektiviteten i de operativa funktionerna stärkas, och de operativa riskerna reduceras, genom ytterligare standardisering, t.ex. genom att främja vidare användning av standardkontrakt och elektroniska registrerings- och bekräftelsetjänster, centrala arkiv och automatisering av betalningar och säkerhetsförvaltning. Eftersom standardisering är en första förutsättning för ytterligare åtgärder kommer det att vara en hörnsten i kommissionens insatser för att göra derivatmarknaderna effektiva, säkra och solida.

⁷ Europeiska kommissionens förslag (2008) till Europaparlamentets och rådets förordning om kreditvärderingsinstitut, KOM(2008) 704 efter godkännande av Europaparlamentet och rådet den 23 april 2009.

⁸ Europeiska kommissionen, "Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om förvaltning av alternativa investeringsfonder", KOM(2009) 207.

⁹ I vilken grad dessa medel är möjliga att tillämpa varierar något beroende på marknadssegment. Även komplexiteten i genomförandet varierar mellan dessa åtgärder. En mer ingående analys av de riskreduceringsmetoder som tillämpas för närvarande och behovet av ytterligare åtgärder avseende dem på varje segment av OTC-marknaderna beskrivs ytterligare i kapitel 4 i det bifogade arbetsdokumentet.

Men för standardisering krävs investeringar: kommissionen avser att fullfölja sitt arbete för att skapa incitament för branschens pågående ansträngningar för att genomföra dessa investeringar och därigenom främja standardisering när det gäller alla OTC-derivat som sannolikt inte kommer att kunna komma i fråga för CCP-clearing och inte heller för börshandel.

5.2. Centrala databaser

På en central databas samlas data – t.ex. beträffande antal transaktioner och storlek på utestående positioner – för all handel (lämplig för CCP-clearing eller ej) för ökad överblickbarhet och information¹⁰. Det bidrar inte bara till ökad överblickbarhet utan får också marknaderna att fungera effektivare. En databas kan också tillhandahålla andra tjänster (t.ex. underlätta instruktionerna för avveckling och betalning).

Kommissionen inser vilka fördelar centrala databaser kan medföra för tillsynsorganen i fråga om ökad överblickbarhet och information. Detta är av särskild betydelse eftersom CCP-clearing inte utan svårighet kan tillämpas på alla derivat på grund av att nödvändiga förutsättningar inte alltid föreligger eller kan tillämpas utan komplikationer. Med hänsyn till det rättsliga skyddet, tillsynen och säkerställandet av kontinuitet i verksamheten kommer Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR) att undersöka behovet av en sådan facilitet. Kommissionen kommer därför att med stöd av CESR:s kommande rapport vidta lämpliga åtgärder i detta avseende.

5.3. CCP-clearing:

Av de fyra åtgärder som övervägs är CCP-clearing den som hittills uppmärksamats mest. Centrala motparter har visat sitt värde under finanskrisen, t.ex. genom sin medverkan i förvaltningen av följderna av Lehman Brothers fallissemang. Kommissionen har redan uppmanat branschen att öka sitt utnyttjande av CCP-clearing och avser att med prioritet genomföra de Laroisière-gruppens rekommendationer på området.

Det finns starka tillsynstekniska och penningpolitiska skäl för att lokalisera CCP-clearingen till Europa. En central motpart som är etablerad i Europa omfattas av EU-regler och europeisk tillsyn. Tillsynsmyndigheterna har därför obestridd och ohindrad tillgång till den information de centrala motparterna innehar. Det är också lättare för de europeiska myndigheterna att ingripa vid problem hos en europeisk central motpart. Centralbanker ger till exempel inte direkt tillgång till sina likviditetsfaciliteter till finansiella institut som är etablerade utanför deras valutaområden¹¹.

När det gäller CDS-instrument har de större derivatmäklarna ingått ett åtagande med Europeiska kommissionen att flytta clearingen av europeiska CDS-instrument till en eller flera europeiska centrala motparter senast den 31 juli 2009 och de arbetar för närvarande med

¹⁰ En sådan databas finns för CDS-instrument i form av "Trade Information Warehouse", som drivs av den amerikanska Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

¹¹ Det kan finnas avtal om valutaswappar mellan centralbanker, men på grund av avsaknaden av direkt tillgång till likviditetsfaciliteterna har ECB uttryckt stark preferens för att centrala motparter ska vara etablerade inom euroområdet, vilket framgår av ett yttrande från ECB-rådet av den 18 december 2008 som bekräftade att det behövdes minst en europeisk central motpart för kreditderivat och att denna infrastruktur, på grund av clearing- och avvecklingssystemens potentiella betydelse för det finansiella systemets funktion, bör lokaliseras inom euroområdet. ECB (2008), ECB-rådets beslut, 18 december 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

den standardisering av europeiska CDS-kontrakt som krävs för att möjliggöra CCP-clearing. Två europeiska centrala motparter väntas vara beredda att erbjuda CDS-tjänster senast den 31 juli 2009. En tredje väntas vara klar i december 2009, och för den fjärde finns ännu inte något fast åtagande beträffande tidpunkten. I det stora hela välkomnar kommissionen branschens insatser för att hålla den tidsfrist som anges i dess åtagande. Hittills har också branschinitiativ visat sin effektivitet på båda sidor av Atlanten när det gäller standardisering av CDS-instrument. Formerna för genomförandet av lösningarna på vissa tekniska aspekter, t.ex. dem som gäller följderna av det utfärdande organets omstrukturering av villkoren, har ännu inte fastställts slutgiltigt. Om inte branschen kan infria sitt åtagande i sådana avseenden måste kommissionen därför överväga andra möjligheter enligt vad som anges nedan. Kommissionen välkomnar initiativ från branschen och kommer fullt ut att beakta vad som framkommit och genomförts när den överväger det eventuella behovet av ytterligare initiativ för att säkerställa bredast möjliga utnyttjande av CCP-clearing.

Incitament för att utnyttja centrala motparter finns redan. Marknadsaktörerna har ett naturligt incitament för att utnyttja CCP-clearing eftersom det minskar deras motpartsrisker och möjliggör besparingar när det gäller kapitalkrav. Dessa incitament har dock inte varit tillräckliga för att kompensera de affärsmässiga incitamenten till förmån för bilateral clearing. Kommissionen överväger därför metoder för att stärka incitamenten för CCP-clearing för att i möjligaste grad motverka affärsmässigt betingade tveksamheter inför CCP-clearing. Detta kan åstadkommas genom i) ändringar av reglerna om föreskrivet kapital i kapitalkravsdirektivet, och ii) ytterligare tillsynsrelaterade garantier för centrala motparter säkerhet och soliditet, när så är motiverat, genom ytterligare EU-lagstiftning och eventuellt gemensam tillsyn¹². Detta ytterligare arbete påverkar naturligtvis inte på något sätt tidsfristen, den 31 juli 2009, för de pågående insatserna för att flytta clearingen av europeiska CDS-instrument till en eller flera europeiska centrala motparter.

5.4. Genomförandet av handeln

I princip skulle nästa logiska steg för standardiserade derivat som CCP-clearas vara att låta handeln med sådana kontrakt ske på organiserade marknadsplatser där priser och annan handelsinformation redovisas offentligt, som en reglerad marknadsplats (t.ex. en derivatbörser) eller en multilateral handelsplattform (MTF-plattform) som omfattas av krav på offentlighet. Detta skulle ge större överblickbarhet i fråga om priserna och stärka riskhanteringen.

De slag av standardiserade kontrakt som normalt handlas på offentliga marknadsplatser tillfredsställer dock inte nödvändigtvis alla krav i samband med användarnas riskhantering. De flesta marknadsaktörer har affärsmässiga preferenser för OTC-handel. Betydelsen för den finansiella stabiliteten av att marknaderna är överblickbara och fungerar effektivt måste dock stå i centrum för uppmärksamheten. Från samhällets sida finns en preferens för överblickbara handelsplatser som i största möjliga utsträckning är offentliga och standardiserade med hänsyn till riskbedömning och prissättning.

Ett system som bygger på konkurrens mellan olika marknadsplatser (OTC, börser och MTF-plattformar) har också fördelar när det gäller marknadseffektivitet, eftersom det ställer krav på alla marknadsplatser att ha tillfredsställande överblickbarhet och organisation för att säkerställa tillbörlig konkurrens. Ett sådant val för att säkerställa överblickbar och organiserad

¹² Europeiska kommissionen (2009): Meddelande från kommissionen - *Den finansiella tillsynen i Europa*, KOM(2009)252.

handel är inte någonting okänt på andra finansiella marknader. Genom direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID-direktivet) avskaffades bestämmelsen om att handeln ska ske på reglerade marknader (den s.k. koncentrationsregeln), men samtidigt infördes lämpliga informationskrav för andra marknadsplatser (MTF-plattformar och systematiska internhandlare (SI)). För börshandlade aktier sker konkurrensen mellan marknadsplatserna inom ramen för gemensamma informations- och organisationsbestämmelser). MiFID-direktivets offentlighetsbestämmelser omfattar dock inte derivat och kraven på transaktionsrapportering gäller inte för finansiella instrument som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Med hänsyn tagen till att marknaderna för OTC-derivat till sin natur är anpassningsbara och flexibla kommer kommissionen att undersöka hur man kan nå fram till mer överblickbara och effektiva metoder för handel med OTC-derivat. Därvid kommer kommissionen ytterligare att bedöma ii) möjligheterna att leda ytterligare handelsflöden via överblickbara och effektiva marknadsplatser och ii) vilken grad av information (beträffande priser, transaktioner och positioner) som krävs för de olika slagen av handel på derivatmarknaderna.

6. SLUTSATS

Derivat har en viktig uppgift att fylla i ekonomin men är förenade med vissa risker. Krisen har ställt i blyxtbelysning att dessa risker inte reduceras tillräckligt på OTC-marknaderna och särskilt inte i fråga om CDS-instrument. Kommissionen har sedan början av finanskrisen arbetat för att åtgärda de mest överhängande av dessa risker.

Utöver detta kommer kommissionen dock också att överväga ytterligare åtgärder för att föra arbetet vidare med att öka standardiseringen av transaktionerna och deras överblickbarhet till stöd för en övergång till CCP-clearing samt säkerställa att detta blir en gemensam norm för marknaderna för OTC-derivat och alltid när så är möjligt leda ytterligare handelsflöden via överblickbara och effektiva marknadsplatser.

Efter det offentliga samråd som inleds genom detta meddelande kommer kommissionen att organisera en offentlig hearing den 25 september 2009. Intressenternas åsikter och det diskussionsunderlag de lägger fram kommer att ge material till en detaljerad konsekvensanalys som kommer att vara till stöd för kommissionen när den utformar sina förslag. Med stöd av resultatet av samrådet kommer kommissionen att dra slutsatser beträffande det fortsatta arbetet innan dess nuvarande mandat upphör och lägga fram lämpliga initiativ, även lagförslag när så är motiverat, före utgången av detta år.

Kommissionen kommer att fullt ut beakta branschens insatser och utvecklingen i EU:s viktigaste partnerländer, däribland det omfattande regelverk för OTC-derivat som aviserats av det amerikanska finansministeriet. Detta leder bland annat till ett krav på att cleara alla standardiserade kontrakt om OTC-derivat hos centrala motparter och till främjande av utförande av handel på reglerade marknader och reglerade börser och överblickbara elektroniska handelssystem för OTC-derivat¹³. Kommissionen kommer att fortsätta sitt arbete med dessa frågor tillsammans med de amerikanska myndigheterna, bland annat inom ramen för dialogen om reglering av finansiella tjänster, för att säkerställa globalt sett enhetliga metoder och undvika eventuella risker för regelarbitrage.

¹³ Se ”US Treasury Financial Regulatory Reform”, 17 juni 2009.