

NL

NL

NL



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 15.9.2010
SEC(2010) 1059

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Begeleidend document bij de

Voorstel voor een

**VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD
betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters**

{COM(2010) 484 definitief}
{SEC(2010) 1058}

Derivaten vormen een belangrijke bouwsteen voor de moderne financiële economie. In wezen zijn het financiële overeenkomsten ter facilitering van de handel en herverdeling van risico's. Ze danken hun naam aan het feit dat hun waarde wordt afgeleid (*derived*) van een onderliggende waarde, zoals een prijs van een financieel instrument (bijvoorbeeld een aandeel van een beursgenoteerde onderneming) of een grondstof (bijvoorbeeld olie). Aangezien hierdoor het risico wordt gespreid, kunnen ze worden gebruikt om zich tegen een bepaald risico in te dekken (*hedge*), of, omgekeerd, om een risico te nemen (beleggen of speculeren). Ze kunnen ook worden ingezet voor arbitrage tussen verschillende markten.

Derivaten kunnen uiteenlopen van futures met volledig gestandaardiseerde parameters (zoals fictieve waarde of looptijd) tot swaps die volledig op de specifieke behoeften van een bepaalde gebruiker zijn toegesneden. Het type derivaat bepaalt doorgaans op welke wijze het derivaat wordt verhandeld: volledig gestandaardiseerde derivaten worden doorgaans verhandeld op georganiseerde handelsplatforms, dat wil zeggen derivatenmarkten, terwijl maatwerkderivaten bilateraal worden verhandeld, dat wil zeggen, buiten de beurs om, of, zoals dit meestal wordt genoemd, "over the counter" (otc).

Door de financiële crisis staan otc-derivaten thans bij de wetgever in het middelpunt van de belangstelling. 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, zijn de onvolkomenheden in de werking van deze markt duidelijk geworden. Binnen deze context schonken de toezichhouders in het bijzonder aandacht aan de rol die kredietverzuimswaps (credit default swaps – cds) tijdens de crisis hebben gespeeld.

Sinds oktober 2008 werkt de Commissie actief aan de aanpak van de tekortkomingen die door de crisis aan het licht zijn gebracht. Voor de korte termijn richtte de Commissie zich op de cds-markt en verkreeg zij de toezegging van de belangrijkste handelaren op de markt dat zij van start zouden gaan met de clearing van cds-transacties met betrekking tot Europese referentie-entiteiten via een centrale tegenpartij (ctp). Voor de middellange termijn richtte de Commissie zich op een diepgaande evaluatie van de derivatenmarkten. Dat heeft geleid tot de publicatie van twee mededelingen over derivatenmarkten die in respectievelijk juli en oktober 2009 zijn gepubliceerd.

In de eerste mededeling is nagegaan welke rol derivaten bij de financiële crisis hebben gespeeld en is er gekeken naar de voordelen en risico's van derivatenmarkten. Tevens is onderzocht op welke wijze de vastgestelde risico's kunnen worden beperkt. In de tweede mededeling zijn de toekomstige beleidsmaatregelen uiteengezet die de Commissie van plan is voor te stellen ter vergroting van de transparantie van de derivatenmarkt, ter verkleining van het tegenpartijkredietrisico en het operationeel risico van de transacties en ter versterking van de marktintegriteit en het toezicht.

Dit effectbeoordelingsverslag hangt samen met een deel van de door de Commissie aangekondigde voorstellen, namelijk de voorstellen waarin wordt ingegaan op vergroting van de transparantie en vermindering van het tegenpartijkredietrisico en het operationeel risico door gebruik van de posttransactiebouwen marktinfrastructuur.

Transparantie

De otc-derivatenmarkt is van nature ondoorzichtig. Dat komt doordat otc-derivaten onderhands overeengekomen contracten zijn, waardoor alle informatie erover doorgaans uitsluitend voor de contractsluitende partijen beschikbaar is.

De financiële crisis heeft het gebrek aan informatie over posities en risico's van afzonderlijke ondernemingen in otc-derivaten duidelijk gemaakt. Enerzijds voorkomt dit gebrek aan informatie dat toezichthouders tijdig de opbouw van risico's bij afzonderlijke instellingen en bij het systeem als geheel opmerken. Het voorkomt ook dat ze de gevolgen van het in gebreke blijven (*default*) van een marktdeelnemer onderzoeken en daarmee ook het op een adequate wijze optreden in geval een dergelijk in gebreke blijven zich voordoet (hiervan was de zaak Lehman een duidelijk voorbeeld). Anderzijds werkt het tijdens een crisis achterdocht en onzekerheid onder marktdeelnemers in de hand.

Tegenpartijkredietrisico

Derivatencontracten binden de tegenpartijen voor de duur van een otc-derivatencontract. Tijdens de looptijd van een contract bouwen tegenpartijen vorderingen jegens elkaar op naarmate de in het contract opgenomen rechten en plichten zich ontwikkelen volgens de onderliggende waarde waarvan het contract is afgeleid. Dit leidt tot een tegenpartijkredietrisico, namelijk het risico dat een tegenpartij haar ingevolge het contract aangegane verplichtingen niet nakomt wanneer deze vervallen. Clearing is de functie voor de beheersing van de bovengeschetste risico's in de tijd. Deze functie kan ofwel op centraal marktniveau door middel van een ctp, ofwel bilateraal worden vervuld. Hoewel beide vormen van clearing op de otc-derivatenmarkt worden gebruikt, is bilaterale clearing de meest gebruikte vorm van de twee.

De crisis heeft duidelijk gemaakt dat het tegenpartijkredietrisico dat met otc-derivaten verband houdt, veel hoger was dan zowel marktdeelnemers als toezichthouders eerder hadden ingeschat. Anders gezegd: er werden te weinig zekerheden gesteld om het tegenpartijkredietrisico te beperken. De belangrijkste reden hiervoor is gelegen in onvoldoende zekerheidstellingen in het deel van de markt waarop bilaterale clearing plaatsvindt, hetzij omdat sommige marktpartijen niet verplicht zijn voor hun handel in otc-derivaten zekerheden te stellen, hetzij vanwege vraagstukken die samenhangen met de risicobeheersing van de marktdeelnemers die wel zekerheden stellen.

Operationeel risico

Een otc-derivatentransactie doorloopt diverse verwerkingshandelingen vanaf het moment waarop twee partijen een transactie overeenkomen tot het moment waarop de transactie is bevestigd. Bovendien moeten tijdens de looptijd van een otc-derivaat verschillende gebeurtenissen (bijvoorbeeld zekerhedenbeheer en afwikkeling van contante betalingen) die voortvloeien uit de rechten en plichten die het contract met zich meebrengt, worden beheerd.

Gezien het feit dat bij de otc-derivatenmarkt een hoge mate van flexibiliteit bij het bepalen van de economische en juridische voorwaarden van derivatencontracten mogelijk is, bestaat er een aantal sterk op maat gesneden en complexe contracten. Voor dergelijke contracten is nog altijd een aanmerkelijke handmatige interventie in de verschillende verwerkingsfasen vereist. Dit vergroot het operationele risico, kan leiden tot juridisch risico, kan de transparantie beperken en kan zelfs tot een groter tegenpartijkredietrisico leiden.

Doelstellingen

Het doel van deze effectbeoordeling is het onderzoeken van de mogelijkheid om op EU-niveau oplossingen voor bovengeschetste problemen te vinden. De algemene doelstelling is door het verkleinen van systeemrisico's de veiligheid en efficiëntie van de otc-derivatenmarkt te vergroten. Zoals eerder gezegd, vereist het bereiken van deze algemene doelstelling de realisatie van drie specifieke beleidsdoelstellingen, namelijk i) het vergroten van de transparantie, ii) het verkleinen van het tegenpartijkredietrisico, en iii) het beperken van het operationeel risico dat met otc-derivaten samenhangt. Aangezien deze doelstellingen nog steeds vrij ruim zijn, dienen er meer operationele doelstellingen te worden gedefinieerd:

1. het verkrijgen van volledige en alomvattende informatie over otc-derivatenposities;
2. het vergroten van het gebruik van ctp-clearing;
3. het verbeteren van bilaterale clearingpraktijken;
4. het vergroten van de standaardisatie van otc-derivatencontracten.

Beleidoptie(s) en beleidsinstrument(en) waarnaar de voorkeur uitgaat

In de effectbeoordeling wordt vervolgens geanalyseerd wat van elke mogelijke beleidoptie de gevolgen zijn die met bovengenoemde operationele doelstellingen samenhangen. Tevens wordt een vergelijking gemaakt met een basisscenario om de beste gedragslijn vast te stellen. Op grond van deze analyse wordt in de effectbeoordeling geconcludeerd dat de grootste nettovoordelen te behalen zijn door middel van maatregelen die:

1. marktdeelnemers verplichten alle benodigde informatie over hun otc-derivatenportefeuilles aan een transactieregister, of indien dat niet mogelijk is, direct aan de toezichthouders te melden; tot de publicatie van geaggregeerde positie-informatie zou verplichten;
2. het gebruik van ctp-clearing verplicht stellen voor otc-derivaten die aan vooraf vastgestelde criteria voldoen;
3. specifieke doelen stellen voor de bilaterale clearing van otc-derivatentransacties; en
4. specifieke doelen stellen voor juridische en processtandaardisatie.

In het licht van de voorkeursopties en van de noodzaak te garanderen dat het wetgevingskader in de gehele EU met exact dezelfde reikwijdte wordt toegepast, zonder enige verdere aanscherping van de regels (*goldplating*) en zonder dat nationale wetgevers restbevoegdheden behouden, wordt een verordening gezien als het beste beleidsinstrument om de gewenste doelstellingen te behalen.

Posttransactionele marktinfrastructuur

De beslissing om het gebruik van ctp's en transactieregisters verplicht te stellen, zal de systeemrelevantie van ctp's verder vergroten en resulteren in een systeemkritische rol voor transactieregisters (voor zover zij deze nog niet hadden). Dit maakt het noodzakelijk om ervoor te zorgen dat deze infrastructuur solide is om situaties te voorkomen waarin het gebruik ervan het systeemrisico feitelijk vergroot in plaats van verkleint. In de

effectbeoordeling wordt gesteld dat om dit doel te bereiken de openstaande kwesties met betrekking tot het functioneren van ctp's en transactieregisters moeten worden aangepakt.

Centrale tegenpartijen

Een ctp wordt gedefinieerd als een entiteit die als tussenpartij zichzelf tussen de tegenpartijen plaatst bij contracten die op een of meer financiële markten worden verhandeld en daarbij koper van elke verkoper en verkoper van elke koper wordt. Vanwege haar centrale rol in de markt loopt een ctp doorgaans geen marktrisico (dat laatste wordt nog steeds gelopen door de oorspronkelijke marktpartijen). Als tegenpartij bij iedere positie loopt de ctp wel kredietrisico ingeval een van de tegenpartijen in gebreke blijft. Evenzo lopen de tegenpartijen van de ctp kredietrisico mocht de ctp in gebreke blijven. Een ctp vermindert het tegenpartijkredietrisico door middel van een aantal versterkende mechanismen, waarbij het doorgaans onder meer gaat om toegangsbeperkingen, instrumenten voor risicobeheersing (zoals zekerheidstellingen) en onderlinge verdeling van verliezen. Deze instrumenten staan gezamenlijk bekend als de risicowaterval ("*risk waterfall*") van de ctp.

Ctp's zijn vanwege hun risicobeperkende functie van cruciaal belang voor de markt. Derhalve is het in gebreke blijven daarvan een potentieel systeemkritische gebeurtenis. In het licht van hun systeemkritische rol zijn ctp's voorwerp van strenge regelgeving. In de EU worden ctp's op nationaal niveau gereguleerd. Aangezien de regelgeving inzake ctp's van de ene tot de andere lidstaat verschilt, maakt het daaruit voortvloeiende ontbreken van een vlak speelveld het grensoverschrijdende aanbod van ctp-diensten duurder en mogelijk minder veilig dan gewenst, en vormt het een obstakel voor de integratie van de financiële markt van de EU.

In het licht hiervan heeft de Commissie in 2006 de mogelijkheid van invoering van EU-wetgeving voor ctp's overwogen, maar nadien is zij daarvan afgestapt. In plaats daarvan koos zij voor een combinatie van zelfregulering door de sector (zij stelde de sector voor een gedragscode overeen te komen) en samenwerking tussen de lidstaten (zij riep op tot de voltooiing van de aanbevelingen van het ESCB en het Comité van Europese effectenregelgevers voor ctp's) met het oog op een veiliger en efficiëntere ctp-dienstverlening in de EU.

Sindsdien is duidelijk geworden dat de door de Commissie gekozen aanpak niet volstaat om de met ctp's samenhangende problemen op te lossen, deels vanwege de tekortkomingen in de aanpak zelf en deels vanwege het zich voordoen van nieuwe problemen. Het eerste heeft vooral betrekking op het inzicht dat met aanbevelingen niet dezelfde resultaten kunnen worden bereikt in termen van harmonisering van regelgeving als met wetgeving op EU-niveau. Het tweede betreft onder meer belemmeringen voor de totstandbrenging van verbindingen, het ontstaan van het gevaar van concurrentie op risico's tussen ctp's, en het probleem van de overdraagbaarheid van zekerheden in de ctp-omgeving.

In de effectbeoordeling wordt in verband met de hierboven beschreven problemen onderzocht op welke manieren de veiligheid en de efficiëntie van posttransactionele infrastructuur in de EU en van de bescherming van de beleggers kunnen worden vergroot. Hiertoe worden in de effectbeoordeling de volgende vier specifieke doelstellingen uiteengezet: i) het vergroten van de veiligheid van ctp's, ii) het zorgen voor een vlak speelveld bij het aanbieden van ctp-diensten, iii) het faciliteren van de totstandbrenging van verbindingen tussen ctp's, en iv) het voorzien in aanvullende veiligheidsmaatregelen voor marktdeelnemers met een indirecte toegang tot ctp's. De bovengenoemde specifieke doelstellingen vereisen dat de volgende operationele beleidsdoelen worden gehaald:

1. het uit de weg ruimen van belemmeringen voor het grensoverschrijdend aanbod van ctp-diensten;
2. het uit de weg ruimen van belemmeringen voor de totstandbrenging van verbindingen tussen ctp's;
3. het voorkomen dat ctp's op risico gaan concurreren; en
4. het faciliteren van de overdraagbaarheid van posities van opdrachtgevers en bijbehorende marges.

In de effectbeoordeling wordt vervolgens geanalyseerd wat van elke mogelijke beleidsoptie de gevolgen zijn die met bovengenoemde operationele doelstellingen samenhangen. Tevens wordt een vergelijking gemaakt met een basisscenario om de beste gedragslijn vast te stellen. Op grond van deze analyse wordt in de effectbeoordeling geconcludeerd dat de grootste nettovoordelen te behalen zijn door middel van maatregelen waarbij:

1. voor ctp-diensten een paspoort wordt ingevoerd dat gebaseerd is op nationale vergunningverlening aan en toezicht op ctp's, en waarbij sprake is van een krachtiger rol voor het college van toezichthouders;
2. gemeenschappelijke eisen en procedures worden ingevoerd ter vaststelling van het recht voor ctp's om interoperabel te werk te gaan, mits de risico's worden aangepakt en mits bevoegde autoriteiten de verbinding (*link*) goedkeuren;
3. gemeenschappelijke, strenge risiconormen voor ctp's worden ingevoerd; en
4. ctp's worden verplicht indirecte deelnemers de mogelijkheid te bieden hun marges in afzonderlijke (verzamel- of algemene) rekeningen onder te brengen, waarbij de indirecte deelnemers de keuze hebben om al dan niet van het aanbod gebruik te maken.

Regelgeving wordt ook in dit geval beschouwd als het beste beleidsinstrument om de gewenste doelstellingen te bereiken.

Transactieregisters

Een transactieregister is een centraal register met een elektronische databank met openbare stukken over otc-derivatentransacties (contracten). Naast deze primaire taak kan een transactieregister ook andere diensten aanbieden, zoals diensten op het gebied van contractenbeheer en verwerking van transacties. Ze vormen een zeer recente aanvulling op de familie van marktinfrastructuren (het eerste ging eind 2006 van start) en waren tot zeer kort geleden niet gereguleerd. Voor het overheidsbeleid is het belangrijkste voordeel van een transactieregister een grotere transparantie vanwege het feit dat de gegevens worden bijgehouden en vanwege de integriteit van de in het register opgenomen informatie.

Het grootste probleem dat tijdens de crisis naar voren kwam, had betrekking op de snelheid waarmee toezichthouders toegang hadden tot informatie die was opgeslagen in het transactieregister voor kredietderivaten (het enige indertijd bestaande transactieregister). Door de systeemkritische rol die transactieregisters zullen krijgen vanwege de meldingsplicht, wordt de kwestie van de toegang tot de gegevens voor de toezichthouders zelfs nog

belangrijker. Bovendien zullen verschillende andere aspecten van een onderneming die een transactieregister bijhoudt, vanwege de meldingsplicht moeten worden aangepakt.

In de effectbeoordeling worden wegens verkend die voorzien in veilige, solide en efficiënte transactieregisters die de noodzakelijke ondersteuning voor de meldingsplicht bieden en ervoor zorgen dat bevoegde autoriteiten over de nodige informatie beschikken om hun taken te kunnen vervullen. In de effectbeoordeling worden om deze algemene doelstelling te verwezenlijken, nog de volgende drie specifieke beleidsdoelstellingen behandeld: i) het toezien op de veiligheid en integriteit van de in het transactieregister opgeslagen gegevens, ii) het realiseren van een vlak speelveld voor het aanbieden van diensten op het gebied van transactieregisters, en iii) het garanderen dat bevoegde autoriteiten onbelemmerde toegang hebben tot de informatie die in de transactieregisters is opgeslagen. In de effectbeoordeling wordt vervolgens een enkele operationele doelstelling gespecificeerd, te weten de invoering van gemeenschappelijke regels voor de werkzaamheden van transactieregisters.

In de effectbeoordeling wordt vervolgens geanalyseerd wat van elke mogelijke beleidsoptie de gevolgen zijn die met bovengenoemde operationele doelstellingen samenhangen. Tevens wordt een vergelijking gemaakt met een basisscenario om de beste gedragslijn vast te stellen. Op grond van deze analyse wordt in de effectbeoordeling de conclusie getrokken dat de grootste nettovoordelen te behalen zijn door middel van wetgeving betreffende de werkwijze van transactieregisters en de uitoefening van toezicht door de EAEM op EU-niveau.

Regelgeving wordt ook in dit geval beschouwd als het beste beleidsinstrument om de gewenste doelstellingen te bereiken.