

NL

NL

NL



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 20.10.2009  
COM(2009) 563 definitief

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT,  
DE RAAD, HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ EN HET  
COMITÉ VAN DE REGIO'S EN  
DE EUROPESE CENTRALE BANK**

**Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten: toekomstige  
beleidsmaatregelen**

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT,  
DE RAAD, HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ EN HET  
COMITÉ VAN DE REGIO'S EN  
DE EUROPESE CENTRALE BANK**

**Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten: toekomstige  
beleidsmaatregelen**

**(Voor de EER relevante tekst)**

**1. INLEIDING**

Derivaten vervullen een nuttige rol in de economie: zij kunnen worden gebruikt om risico's die inherent aan een economische activiteit verbonden zijn (geheel of gedeeltelijk) over te dragen van economische subjecten die niet bereid zijn deze te dragen naar degenen die wel daartoe bereid zijn. Zij hebben echter ook bijgedragen tot de financiële onrust doordat ze de schuld-kapitaalratio hebben laten toenemen en doordat ze marktdeelnemers aan elkaar hebben gekoppeld, hetgeen niet werd opgemerkt vanwege een gebrek aan transparantie van de markt als gevolg van de marktstructuur, die gedomineerd wordt door "over-the-counter" (otc)-transacties. Reeds in juli van dit jaar heeft de Commissie vier complementaire instrumenten aangewezen ter vermindering van de negatieve impact van otc-derivaten op de financiële stabiliteit: i) de standaardisering verhogen, ii) gebruikmaken van bewaarplaatsen voor handelsgegevens, (iii) het gebruik verhogen van als centrale tegenpartij (ctp) optredende clearinginstellingen, en iv) het gebruik van georganiseerde handelsplatforms verhogen<sup>1</sup>. De voorgestelde instrumenten zijn ter raadpleging aan de belanghebbenden voorgelegd en zijn op 25 september 2009 besproken op een conferentie op hoog niveau<sup>2</sup>.

In deze mededeling worden de voornaamste tekortkomingen van de huidige organisatie van de derivatenmarkt een voor een onderzocht, met betrekking tot zowel over-the-counter als op georganiseerde handelsplatforms verhandelde derivaten. Voorts worden de beleidsmaatregelen geschetst die de Commissie voornemens is in 2010 te nemen om deze problemen te verhelpen en zodoende te voorzien in de behoefte aan meer stabiliteit en transparantie op deze markten, zoals erkend is door het rapport-De Larosière, de conclusies van de Europese Raad van juni 2009 en de G20. Alle wetgevende en andere voorstellen om de hieronder uiteengezette beleidsoriëntaties ten uitvoer te leggen, zullen aan een passende effectbeoordeling worden onderworpen.

**2. ALGEMENE AANPAK**

De Commissie is van oordeel dat een paradigmaverschuiving noodzakelijk is, weg van de traditionele opvatting dat derivaten financiële instrumenten voor professioneel gebruik zijn,

---

<sup>1</sup> Mededeling van de Commissie "Garanderen van efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten" COM(2009) 332, werkdocument SEC(2009) 905, en raadplegingsdocument SEC(2009) 914.

<sup>2</sup> De antwoorden op de raadpleging, de samenvatting van de standpunten van de belanghebbenden alsook de samenvatting van de conferentie en de presentaties zijn te vinden op de volgende website van de Commissie: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/derivatives\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm).

waarvoor lichte reglementering toereikend werd geacht, naar een benadering waarbij door middel van wetgeving de prijs van risico's op de markten naar behoren wordt bepaald. De voorgestelde maatregelen houden dan ook in dat de derivatenmarkten moeten overschakelen van overwegend otc-bilaterale naar meer gecentraliseerde clearing en handel.

De diverse segmenten van de derivatenmarkt vertonen verschillende kenmerken, namelijk wat risico, operationele regelingen en marktdeelnemers betreft. In beginsel is de Commissie van oordeel dat een breed beleid inzake derivaten noodzakelijk is om te voorkomen dat marktdeelnemers voordeel halen uit verschillen in regelgeving (regelgevingsarbitrage). Wanneer dit gerechtvaardigd is, zal in de beleidsvoorstellen echter naar behoren rekening worden gehouden met de specifieke kenmerken van de desbetreffende activacategorie en contracten alsook met de specifieke kenmerken van de marktdeelnemers, waarbij ook naar het juiste evenwicht wordt gestreefd tussen financiële en niet-financiële instellingen. Tegelijk zal de Commissie rekening houden met de specifieke kenmerken van bepaalde grondstoffenmarkten, bijv. de elektriciteits- en gasmarkt, die van bijzondere aard zijn wat hun onderliggende fysieke marktstructuur betreft. Gelet op de risicokenmerken van de verschillende marktsegmenten heeft de Commissie bijvoorbeeld eerst de credit default swaps aangepakt<sup>3</sup>.

## **2.1. Internationale samenwerking**

De derivatenmarkt heeft een mondiaal bereik en regelgevingsarbitrage moet worden uitgesloten. Om ervoor te zorgen dat er op internationaal niveau een robuuste en convergerende regelgeving wordt bereikt, sporen de hieronder beschreven voorstellen met de doelstelling die geschetst is op de bijeenkomst van de G20 van 25 september 2009, waarbij werd opgeroepen tot het verbeteren van de markten voor otc-derivaten<sup>4</sup>. Om voor een wereldwijd samenhangende tenuitvoerlegging van deze beleidslijnen te zorgen is de Commissie voornemens de technische details verder uit te werken in samenwerking met de partners van de G20, de Financiële Stabieleitsraad en vooral met de VS, die momenteel ook een nieuwe benadering van de derivatenmarkten aan het ontwikkelen is.

## **2.2. Niet-financiële instellingen**

Het financiële stelsel heeft als taak middelen van spaarders naar investeringsprojecten te leiden, ook door bredere risicodeling mogelijk te maken. Niet-financiële instellingen hebben daarom een fundamenteel belang bij financiële stabiliteit. Voor zover niet-financiële ondernemingen bij een financiële onderneming bescherming hebben gekocht en op die manier hun risico's aan het financiële stelsel hebben overgedragen, hebben zij in het algemeen voordeel gehaald uit de in de opbouwfase van de crisis te laag bepaalde prijs voor risico. Door de forse daling van de economische bedrijvigheid hebben zij ook onder de financiële crisis te lijden. Niet-financiële instellingen maken dan ook deel uit van een web van wederzijdse

---

<sup>3</sup> Persbericht van de Commissie – Grote stap richting financiële stabiliteit: Europese markt voor credit default swaps wordt veiliger – IP/09/1215, 31 juli 2009.

<sup>4</sup> “Alle gestandaardiseerde otc-derivatencontracten moeten op beurzen of, indien passend, op elektronische handelsplatforms worden verhandeld, en uiterlijk tegen eind 2012 via centrale tegenpartijen worden gecleard. Otc-derivatencontracten moeten aan bewaarplaatsen voor handelsgegevens worden gemeld. Voor niet-centraal geclearde contracten moet een hogere kapitaaldekking gelden. Wij verzoeken de FSB en zijn betrokken leden regelmatig de tenuitvoerlegging te beoordelen en na te gaan of deze voldoende is om de transparantie op de derivatenmarkt te verbeteren, het systeemrisico te beperken en bescherming te bieden tegen marktmisbruik”.

afhankelijkheid dat door middel van derivatencontracten is geweven en daardoor zouden zij voordeel halen uit het hieronder geschetste beleid dat gericht is op het terugbrengen van het tegenpartijkredietrisico en het vergroten van de transparantie.

De Commissie erkent de vitale rol die derivaten vervullen in het afdekken van risico's die voortvloeien uit normale bedrijfsverrichtingen. Terwijl in beginsel de standaardderivaten voor het grootste deel van deze afdekking zorgen, zullen op maat gesneden derivaten nog altijd nodig zijn. De Commissie wil daarom de economische voorwaarden van derivatencontracten niet beperken, en evenmin het gebruik van op maat gesneden contracten verbieden, noch deze al te duur maken voor niet-financiële instellingen. De middelentoewijzende functie van prijzen moet echter worden hersteld: de prijzen van derivaten moeten op passende wijze worden bepaald in verhouding tot het systeemrisico dat zij inhouden, om te voorkomen dat deze risico's uiteindelijk aan de belastingbetalers worden doorgerekend. Door de financiële stabiliteit op deze manier te versterken, wordt ervoor gezorgd dat economische crises in de toekomst minder waarschijnlijk worden en Europa een pad van duurzamere groei bewandelt.

De kosten die verbonden zijn aan het versterken van de marktinfrastructuur voor otc-derivaten mogen niet door de belastingbetaler worden gedragen, maar door hen die een direct economisch voordeel hebben bij het gebruik van derivaten. Het gros van deze kosten zal door financiële ondernemingen worden gedragen, maar er kan van worden uitgegaan dat niet-financiële instellingen een gedeelte ervan voor hun rekening moeten nemen. Naar verwachting zullen de kosten echter mettertijd dalen: hoe couranter de centrale marktinfrastructuren worden gebruikt, hoe lager de kosten per gebruiker zullen bedragen, naarmate er netwerkeffecten optreden. Bovendien zullen de onder punt 5 vermelde voorstellen inzake transparantie waarschijnlijk in de eerste plaats de niet-financiële bedrijfssector ten goede komen.

De Commissie zal effectbeoordelingen uitvoeren alvorens haar voorstellen af te werken. Hierbij zal rekening worden gehouden met alle gegevens van belanghebbenden over de kosten en baten van de hieronder beschreven beleidsoriëntaties, om ervoor te zorgen dat zij evenredig zijn aan de risico's voor belastingbetalers, erkennende dat de meeste niet-financiële instellingen geen systeemgebonden belang hebben.

Om het concurrentievermogen en de groei van de Europese industrie te bevorderen zal de Commissie zich ervoor beijveren dat toekomstige beleidsopties niet-financiële instellingen in staat stellen de inherent aan hun bedrijfsactiviteit verbonden risico's te beheren.

De algehele doelstellingen om tot veiliger derivatenmarkten te komen, mogen echter niet door leemten in de wetgeving worden ondermijnd.

### **3. TEGENPARTIJKREDIETRISICO**

De crisis heeft onder meer laten zien dat marktdeelnemers de prijs van het tegenpartijkredietrisico niet correct bepaalden. Dit risico wordt via clearing beperkt. Clearing kan ofwel bilateraal tussen beide tegenpartijen of op centraal marktniveau via een centrale tegenpartij (ctp) plaatsvinden, zodat passende zekerheden worden gesteld. De volgende voorstellen zijn er daarom op gericht de clearing van derivaten zowel op centraal als op bilateraal niveau te versterken.

### 3.1. Centrale clearing: veiligheid en soliditeit

De Commissie heeft ctp-clearing aangewezen als het belangrijkste instrument om tegenpartijkredietrisico's te beheren, hetgeen door de G20 is onderschreven. Momenteel verrichten ctp's diensten op Europees niveau maar zijn zij nog steeds op nationaal niveau geregeld en bestaat er geen Gemeenschapswetgeving inzake ctp's<sup>5</sup>. Hoewel de aanbevelingen van het ESCB en het CEER<sup>6</sup> een proces van toenemende convergentie tussen nationale benaderingen op gang hebben gebracht, zijn zij niet bindend. Gelet op het systeemgebonden belang van ctp's is de Commissie voornemens wetgeving voor te stellen ter regeling van hun activiteiten om zodoende tegenstrijdigheden tussen nationale wetgevingen weg te werken en voor veiligheid, soliditeit en deugdelijke governance te zorgen. In haar mededeling van 3 juli 2009 heeft de Commissie ook opgemerkt dat er goede redenen zijn om de ctp-clearing in Europa te vestigen, in verband met overwegingen van wetgeving, toezicht en monetair beleid. Momenteel zijn vele ctp's in de EU gevestigd maar de oprichting van een duidelijk regelgevings- en toezichtkader zal hier in aanzienlijke mate toe bijdragen.

Ctp's verrichten diensten voor verschillende activacategorieën, waaronder aandelen, vast inkomen of derivaten (beursgenoteerd of otc). Het zou dan ook onsamenhangend zijn om wetgeving op te stellen die hun activiteiten in slechts een activacategorie regelt. In plaats daarvan zal het geplande wetgevingsvoorstel inzake ctp's hetzelfde scala aan financiële instrumenten bestrijken als MiFID, zodat over de hele waardeketen consistentie wordt bereikt en leemten worden voorkomen. De Commissie zal daarom wetgeving ter regeling van de activiteiten van ctp's voorstellen die de volgende kernvoorschriften omvat:

- (1) **Bedrijfsvoering en governance** (bijv. maatregelen tegen belangenconflicten, toegang, transparantie van risico's en procedures, bedrijfscontinuïteit en minimale expertisestandaarden).
- (2) Regels om ervoor te zorgen dat ctp's geen lage **standaarden voor risicobeheer** toepassen. Dit kan betekenen dat de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) bij het toepassen van de in het basiswetgevingsbesluit bepaalde regels technische standaarden moet ontwikkelen, zodat de ctp-marktdeelnemers voor het tegenpartijkredietrisico van centraal geclearde contracten slechts het laagst mogelijke toetsingsvermogen hoeven aan te houden, overeenkomstig het stelsel dat momenteel door het Bazels Comité wordt uitgewerkt. Gelet op hun essentiële rol in het beheersen van risico's moet voor ctp's een passende kapitaaldekking gelden.
- (3) **Wettelijke bescherming voor zekerheden en posities** die door klanten van clearing members wordt verstrekt, om een brede waaier aan marktdeelnemers aan te moedigen van centrale clearing gebruik te maken. De regels moeten zorgen voor een afscheiding van activa en de overdraagbaarheid van activa en posities van klanten.

---

<sup>5</sup> Tot dusver is het enige stuk Gemeenschapswetgeving dat betrekking heeft op de veiligheid en soliditeit van ctp's de Finaliteitsrichtlijn (SFD). Hoewel zij van essentieel belang is, aangezien zij handelt over de naar andere participanten uitdijende effecten van het in gebreke blijven van een ctp-marktdeelnemer, is de SFD een instrument voor crisisbeheer en geen breed instrument dat alle aspecten van de activiteiten van ctp's bestrijkt en is zij daarom ontoereikend om voor de veiligheid en soliditeit ervan te zorgen.

<sup>6</sup> Respectievelijk het Europees Stelsel van Centrale Banken en het Comité van Europese Effectenregelgevers.

- (4) De overeenkomstig dit voorstel verleende **toestemming** zal ctp's in staat stellen hun diensten in alle lidstaten te verrichten. Om dubbel onderzoek te vermijden en wederzijds vertrouwen tussen autoriteiten te bevorderen, is de Commissie van oordeel dat de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) ctp's de toestemming moet verlenen om in de hele EU werkzaam te zijn. Om voor gedegen doorlopend toezicht op Europees niveau te zorgen, zal de Commissie streven naar een passende toewijzing van verantwoordelijkheden tussen ESMA en de nationale toezichthoudende instanties. Dit kan onder meer betekenen dat ESMA directe toezichthoudende bevoegdheden wordt verleend met het oog op de specifieke aard en in het bijzonder het pan-Europese bereik van ctp's. Gelet op de mogelijke of voorwaardelijke verplichtingen die hiermee gepaard zouden kunnen gaan, zou een wenselijk alternatief kunnen zijn om een college van toezichthouders uit de meest rechtstreeks betrokken lidstaten binnen ESMA met het doorlopend toezicht te belasten.
- (5) Bij het voorbereiden van besluiten voor het **erkennen van ctp's uit derde landen** die aan vergelijkbare brede vormen van toezicht en reglementering onderworpen zijn, moet ESMA de Commissie ook bijstaan om verzoeken om markttoegang van dienstverrichters uit derde landen op basis van prudentiële overwegingen te beoordelen.

### **3.2. Zekerheidstelling bij bilaterale clearing**

Terwijl in een ideale wereld alle derivaten centraal zouden moeten worden gecleard, zijn zij niet alle hiervoor geschikt. Sommige producten kunnen te zeer op maat zijn gesneden, terwijl andere producten niet liquide genoeg zijn voor centrale clearing. Dergelijke contracten zullen nog steeds bilateraal gecleard worden, terwijl tegenpartijen zekerheden uitwisselen om zich tegen hun risico's in te dekken. Momenteel is het niveau van de zekerheidsstelling te laag en weerspiegelt dit niet het risico dat bilateraal geclearde handel in derivaten oplevert voor het financiële stelsel wanneer zij een bepaalde kritische massa bereikt. Financiële ondernemingen moeten een hoger bedrag aan zekerheden aanhouden om zich tegen hun kredietrisico in te dekken.

De Commissie zal wetgeving voorstellen die financiële ondernemingen (bijv. kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, ondernemingen voor beleggingsbeheer) voorschrijft de initiële marge (kenmerkend voor tegenpartijen) en de variatiemarge (de verandering in de waarde van een contract) te melden. Deze voorschriften zouden ook een stimulans betekenen om van centrale clearing gebruik te maken, omdat dit het economische voordeel zou verminderen dat voortvloeit uit het voorzien in te weinig zekerheid vergeleken met de strikte zekerheidseisen van ctp's.

Behalve bij in gebreke blijven heeft het uitwisselen van zekerheden geen invloed op het netto inkomen van een entiteit. Het is mogelijk dat niet-financiële zakelijke gebruikers van derivaten geen zekerheid in de vorm van contanten voor variatiemarge wensen te verstrekken omdat dit hun liquiditeit zou kunnen beperken. Dit zou hun financiële tegenpartij blootstellen aan kredietrisico, dat het met zijn klant zal moeten beheren. In voorkomend geval moeten voorschriften inzake variatiemarges, indien nodig voor niet-financiële ondernemingen, dusdanig op maat zijn gesneden dat zij geen ondermijnend effect sorteren op het vermogen van de bedrijfssector om derivaten te gebruiken voor het overdragen van risico, vooral in het geval van ondernemingen wier gebruik van derivaten onder een gegeven drempel ligt. Anderzijds zou het verlenen van een speciale behandeling aan niet-financiële ondernemingen leemten in de wetgeving creëren die financiële ondernemingen in staat zouden stellen om aan

regelgevingsarbitrage te doen. Mogelijke vrijstellingen moeten dusdanig worden ontworpen dat de kans op misbruik wordt uitgesloten.

### **3.3. Kapitaaldekking bij bilaterale clearing**

In haar mededeling van juli heeft de Commissie het idee ontwikkeld om voor niet-centraal geclearde contracten hogere kapitaaldekkingen voor te schrijven. Na de bijeenkomst van de G20 in Pittsburgh is dit nu een internationaal aanvaard beginsel geworden. Hogere kapitaaldekkingen zouden het hogere risico weerspiegelen dat dergelijke contracten inhouden voor het financiële stelsel. Aangezien deze kapitaaldekkingen van toepassing zijn na bilaterale uitwisselingen van zekerheden en na de berekening van het nettorisico, zou deze benadering een extra stimulans voor marktdeelnemers vormen om centrale clearing op een bredere waaier aan producten toe te passen. De Commissie zal er daarom voor zorgen dat de regels een afdoend onderscheid maken tussen het lagere tegenpartijkredietrisico van contracten die op een ctp zijn gecleard enerzijds en het hogere tegenpartijkredietrisico van die waarvan de clearing bilateraal wordt uitgevoerd anderzijds. De primaire manier om dit te doen is het verschil te vergroten tussen de in de richtlijn Kapitaalvereisten (RKV) opgenomen kapitaaldekkingen voor centraal en bilateraal geclearde contracten<sup>7</sup>.

Deze veranderingen moeten consistent zijn met de benadering die geschetst is door het Bazels Comité voor het banktoezicht, het wereldwijde forum dat bevoegd is voor de internationale kapitaalvereisten voor banken, om concurrentievervalsing tegen te gaan en de kans op regelgevingsarbitrage te beperken. De Commissie zal met haar partners samenwerken om ervoor te zorgen dat overeenstemming wordt bereikt en zal haar uiterste best doen om in 2010 met voorstellen te kunnen komen voor wijzigingen in de RKV in die zin.

### **3.4. Het verplichten van centrale clearing**

Naast de kapitaaldekking voor niet-centraal geclearde producten is de Commissie voornemens het verplicht te maken om overeenkomstig de verklaring van de G20 gestandaardiseerde derivaten via ctp's te clearen. Bij het ontwikkelen van gedetailleerde voorstellen zal de Commissie met haar partners in de G20, en met name de VS, samenwerken om ambitieuze oplossingen te vinden voor de praktische kwesties in verband met het operationeel maken van de verplichting. Dit houdt met name in dat bepaald wordt welke contracten als gestandaardiseerd kunnen worden beschouwd voor centrale clearing. Terwijl gestandaardiseerde contracten de norm zouden moeten worden, moeten niet-gestandaardiseerde contracten ook aan grondiger toezicht van de toezichthouders worden onderworpen.

## **4. OPERATIONEEL RISICO**

Operationeel risico houdt verband met verliezen als gevolg van tekortschietende of falende interne procedures of als gevolg van externe gebeurtenissen en houdt ook juridisch risico in. De markt levert inspanningen om het operationele risico terug te brengen. De marktpraktijk heeft bijvoorbeeld voor een aanzienlijk deel van de derivatenmarkt gestandaardiseerde juridische documenten voortgebracht. Bovendien zijn marktdeelnemers geleidelijk aan overgestapt op het elektronisch verwerken van de handel. Deze lopende inspanningen zullen

---

<sup>7</sup> Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (PB L 177 van 30.6.2006, blz. 1).



waarschijnlijk worden aangejaagd door het verplichte gebruik van gegevensbewaarplaatsen en het toenemende gebruik van centrale clearing. Deze inspanningen zullen resulteren in meer standaardisering van contracten wat de elektronische verwerking en de juridische voorwaarden betreft (zonder aan de economische voorwaarden van de contracten te raken), hetgeen ook de centrale clearing zal vergemakkelijken.

De Commissie is echter van oordeel dat de lopende inspanningen van de sector om het operationele risico terug te brengen, moeten worden versterkt. Daarom is de Commissie voornemens te onderzoeken of zij de op operationeel risico gerichte benadering van de RKV moet hervormen om de standaardisering van contracten en de elektronische verwerking te stimuleren.

Voorts moeten marktdeelnemers meer collectieve actie ondernemen. Daarom zal de Commissie voortbouwen op het succes van de werkgroep derivaten en ambitieuze Europese doelen stellen, met strikte deadlines, voor juridische en processtandaardisering, en er hierbij voor zorgen dat wereldwijde inspanningen op afdoende wijze rekening houden met de Europese eigenheden zodat dit ook in Europa alle voordelen oplevert.

## **5. TRANSPARANTIE**

Otc-derivatenmarkten hebben duidelijk te lijden gehad onder een gebrek aan transparantie van prijzen, transacties en posities. Het gebrek aan transparantie voor toezichthouders en de markt heeft verschild in de tijd en tussen de diverse producten, maar heeft over het geheel genomen toezichthouders gehinderd bij het efficiënt toezien op de derivatenmarkten wat systeemrisico en marktmisbruik betreft. Het heeft marktdeelnemers problemen opgeleverd bij de toegang tot betrouwbare prijzen, de beoordeling van risico's, de waardering van posities en de controle op de optimale uitvoering.

### **5.1. Bewaarplaatsen voor handelsgegevens**

Toezichthouders op de financiële sector en systeemrisico's moeten een volledig overzicht van de derivatenmarkt hebben. Daarom moet worden verplicht alle transacties te melden aan bewaarplaatsen voor handelsgegevens. Informatie over op de beurs uitgevoerde of via een ctp geclearde handel kan door deze entiteiten direct aan de toezichthouders worden verschaft. De Commissie zal wetgeving voorstellen betreffende bewaarplaatsen voor handelsgegevens en nieuwe verslagleggingsverplichtingen voor marktdeelnemers.

In de nieuwe marktstructuur zullen bewaarplaatsen een centrale rol vervullen. Zij moeten daarom worden gereguleerd om ervoor te zorgen dat zij op een veilige, gezonde en efficiënte manier worden beheerd. Voor de werking van bewaarplaatsen voor handelsgegevens moet een gemeenschappelijk juridisch kader worden geschapen door middel van wetgeving, die onder meer moet handelen over de voorschriften voor toestemming en registratie, de toegang tot en deelname aan een bewaarplaats, het openbaar maken van gegevens, de kwaliteit en actualiteit van gegevens, de toegang tot gegevens, het veiligstellen van gegevens, de rechtszekerheid van geregistreerde contracten, governance en operationele betrouwbaarheid<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Het Forum van toezichthouders op otc-derivaten heeft een initiatief genomen dat op deze doelstelling is gericht.

De Commissie is van oordeel dat ESMA verantwoordelijk moet zijn voor het verlenen van toestemmingen voor en het toezicht houden op bewaarplaatsen voor handelsgegevens, aangezien bewaarplaatsen hun diensten op Europese, zo niet mondiale, schaal verrichten. ESMA moet ook verantwoordelijk zijn voor het verlenen van toestemmingen voor de exploitatie van bewaarplaatsen van derde landen in de EU op basis van een besluit van de Commissie over de gelijkwaardigheid van het regelgevingskader in kwestie, op basis van prudentiële overwegingen. Op basis van wederkerigheid moet ESMA ervoor zorgen dat Europese toezichthouders onbeperkte toegang hebben tot volledige wereldwijde informatie. Bij het ontbreken van een dergelijke toegang zou de Commissie de oprichting en exploitatie van in Europa gevestigde bewaarplaatsen voor handelsgegevens aanmoedigen. Uiteindelijk zal ESMA daarom optreden als een toegangspoort voor het verspreiden van informatie over derivaten onder nationale toezichthouders op financiële diensten alsook onder sectorale toezichthouders<sup>9</sup>.

## **5.2. Handel op georganiseerde markten**

De G20 is overeengekomen dat alle gestandaardiseerde otc-derivatencontracten op beurzen of, indien passend, op elektronische handelsplatforms moeten worden verhandeld. In de EU betekent dit dat moet worden gegarandeerd dat de voor verhandeling op de beurs in aanmerking komende handel plaatsvindt op georganiseerde handelsplatforms, zoals gedefinieerd in MiFID<sup>10</sup>. Zo goed als alle derivatenbeurzen maken gebruik van een centrale tegenpartij. Door verhandeling op de beurs toe te voegen aan centrale clearing zou dit het bilaterale karakter van handelstransacties opheffen, hetgeen zou leiden tot duidelijk zichtbare prijzen, volumes en open interest en markttoegang zou vergemakkelijken.

## **5.3. Pre- en posttransactionele transparantie**

Handel op georganiseerde platforms zal moeten gepaard gaan met een versterking van de op deze platforms van toepassing zijnde bepalingen, met name wat de transparantie van de handel betreft. De harmonisering van de pre- en posttransactionele transparantievoorschriften voor de publicatie van handel en de daarmee samenhangende prijzen en volumes op de diverse georganiseerde platforms moet zorgvuldig worden bekeken, ook wat otc-markten betreft. Hierbij zal het van essentieel belang zijn leemten in het kader voor handelsplatforms te voorkomen en ervoor te zorgen dat de derivaten volledig gedekt zijn. Dit zal worden aangepakt bij de herziening van MiFID in 2010.

De verplichtingen inzake verhoogde transparantie zullen moeten worden gemeten om overmatige negatieve neveneffecten op liquiditeit en onevenredige administratieve kosten te verzachten.

Bovendien zijn de leiders van de G20 in Pittsburgh overeengekomen “de reglementering, werking en transparantie van financiële en grondstoffenmarkten te verbeteren om de

---

<sup>9</sup> Op sommige grondstoffenderivatenmarkten (bijv. elektriciteit en gas) moet in het bijzonder worden gekeken naar de onderlinge afhankelijkheid tussen spot- en derivatenmarkten. De uiteindelijke functie van ESMA als toegangspoort zal ervoor zorgen dat bewaarplaatsen een hoofdtoezichthouder hebben, hetgeen belangrijk is voor de efficiëntie. Dit zal ook garanderen dat sectorale toezichthouders beschikken over een handig toegangspunt tot de informatie die zij nodig hebben. Aangezien bewaarplaatsen voor handelsgegevens primair op financiële stabiliteit gericht zijn, kunnen toezichtstructuren voor grondstoffenspotmarkten anders worden ontworpen.

<sup>10</sup> Gereguleerde markt, multilaterale handelsfaciliteit of beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling.

overmatige volatiliteit van grondstoffenprijzen aan te pakken”. De financiële reglementering zal worden gewijzigd in het kader van inspanningen om ervoor te zorgen dat het oorspronkelijke doel van landbouwderivatenmarkten in de EU gehandhaafd blijft, namelijk om de prijsvolatiliteit via prijsvorming en risicoafdekking op te vangen<sup>11</sup>. Deze maatregelen zullen worden ingevoerd parallel met de transparantievoorschriften voor alle derivatenmarkten (en mogelijk ook andere markten voor effecten zonder aandelenkarakter), namelijk in het kader van de MiFID-herziening.

Op de elektriciteits- en gasmarkt van de EU zal de Commissie in 2010 als onderdeel van een breed marktintegriteitspakket voorstellen doen om te garanderen dat de wholesalehandel, ook op de spotmarkten, wordt gepubliceerd, om de prijsvorming, markttoegang en het algehele vertrouwen van het publiek te verbeteren<sup>12</sup>.

## 6. MARKTINTEGRITEIT EN TOEZICHT

Overeenkomstig de conclusies van de G20 wordt in de EU reeds aan diverse maatregelen gewerkt ter verbetering van de marktintegriteit op de derivatenmarkten.

Bij de herziening van de marktmisbruikrichtlijn in 2010 zullen de desbetreffende bepalingen worden uitgebreid zodat de derivatenmarkten op een allesomvattende wijze geregeld worden. Europese effectenregelgevers boeken vooruitgang met het opleggen van transactierapporten voor otc-derivaten. In het kader van de inspanningen om de op de fysieke en financiële energiemarkten van toepassing zijnde regels op elkaar af te stemmen, is een op maat gesneden voorstel gepland voor het toezicht op EU-niveau op de spotmarkten voor elektriciteit en gas, dat transparantie en marktintegriteit garandeert. Ook zal de Commissie uiterlijk tegen 31 december 2010 onderzoeken of de markt voor emissierechten voldoende beschermd is tegen handel met voorkennis of marktmanipulatie, en zo nodig voorstellen indienen om dergelijke bescherming te waarborgen<sup>13</sup>. Bovendien is op het gebied van landbouw voorzien in een meer volledige verslaglegging over transacties en posities aan financiële toezichthouders op derivatenhandel.

Bij de MiFID-herziening zullen ook de werkzaamheden worden voltooid betreffende de vrijstellingen voor bepaalde commerciële ondernemingen die handelen in grondstoffenderivaten. MiFID-bepalingen die regels inhouden betreffende toestemming, werking, verslaglegging en bedrijfsvoering zijn niet van toepassing op deze ondernemingen. Bij het trekken van conclusies<sup>14</sup> zal rekening worden gehouden met de bevindingen van raadplegingen en recente ontwikkelingen waarbij erop wordt aangedrongen dat de reglementering van de financiële markten alle relevante marktdeelnemers bestrijkt.

---

<sup>11</sup> De Commissie is voornemens deze kwesties verder aan te pakken in de volgende mededeling over een betere werking van de voedselvoorzieningsketen in Europa.

<sup>12</sup> In januari 2009 hebben het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER) en de Europese Groep van regelgevende instanties voor elektriciteit en gas (ERGEG) de Commissie aanbevolen specifiek voor elektriciteit en gas regelingen inzake transparantie van de handel te ontwikkelen in het kader van de inspanningen om markttoegang en prijsvorming te verbeteren.

<sup>13</sup> Artikel 12, lid 1 bis, van Richtlijn 2003/87/EG als gewijzigd.

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld het advies van het Comité van Europese banktoezichthouders en het Comité van Europese effectenregelgevers (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>) en de Europese deskundigengroep voor effectenmarkten. ([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))

Ten slotte is de Commissie voornemens regels voor te stellen om toezichthouders de mogelijkheid te bieden limieten voor posities vast te stellen om onevenredige prijsbewegingen of concentraties van speculatieve posities tegen te gaan<sup>15</sup>.

## 7. SAMENVATTING

De Commissie is van oordeel dat deze maatregelen voor een paradigmaverschuiving zullen zorgen, weg van de traditionele opvatting dat derivaten financiële instrumenten voor professioneel gebruik zijn, waarvoor lichte reglementering toereikend werd geacht, naar een benadering waarbij de prijs van risico's op de markten naar behoren wordt bepaald. De algemene benadering zal de kans op leemten in de wetgeving en regelgevingsarbitrage beperken.

In de onderstaande tabel wordt een samenvatting gegeven van de hierboven geschetste beleidsmaatregelen. De Commissie zal nu starten met het opstellen van wetgeving, met name door effectbeoordelingen uit te voeren, om in 2010 te komen met ambitieuze wetgeving ter reglementering van derivaten. Bij de afwerking van deze voorstellen zal de Commissie nauw samenwerken met alle belanghebbenden in de EU alsook met haar wereldwijde partners. Alleen door samen op te treden kunnen wij de grondslag leggen voor echt efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten.

### Toekomstige beleidsmaatregelen voor efficiënte, veilige en gezonde derivatenmarkten

Doelstelling	Voorgestelde maatregelen	Tijdschema
Terugbrengen van tegenpartijkredietrisico – versterken van clearing	(1) Wetgeving voorstellen inzake ctp-voorschriften, met betrekking tot: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) veiligheidsvoorschriften (bijv. bedrijfsvoering, governance, risicobeheer, rechtsbescherming van zekerheden en posities);</li> <li>(b) toestemming/intrekking van toestemming en toezicht op ctp;</li> <li>(c) het verplichten van ctp-clearing van gestandaardiseerde derivaten.</li> </ul>	Medio 2010
	(2) De RKV wijzigen om: <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) financiële ondernemingen te verplichten de initiële en variatiemarge te melden;</li> <li>(b) in de RKV een aanzienlijk onderscheid maken in de kapitaaldekking voor via een ctp en niet via een ctp geclearde contracten.</li> </ul>	Eind 2010
Terugbrengen van operationele risico's - standaardisering	(3) Onderzoeken of de op operationeel risico gerichte benadering van de RKV moet worden hervormd om de standaardisering van contracten en de elektronische verwerking te stimuleren.	Eind 2010
	(4) Met de sector samenwerken om de standaardisering van juridische stelsels en processen te verhogen.	Doorlopend

<sup>15</sup> Dit is met name relevant voor grondstoffenmarkten. Zie bijvoorbeeld voetnoot 11.

Verhogen van transparantie – bewaarplaatsen voor handelsgegevens	(5)	Wetgeving voorstellen inzake bewaarplaatsen voor handelsgegevens:  (a) Bewaarplaatsen voor handelsgegevens reglementeren;  (b) De melding van otc- derivatentransacties aan bewaarplaatsen voor handelsgegevens verplicht maken.	Medio 2010
Verhogen van transparantie - handel	(6)	MiFID wijzigen zodat de verslaglegging inzake transacties en posities ontwikkeld wordt in samenwerking met ctp's en bewaarplaatsen voor handelsgegevens.	Eind 2010
	(7)	Via bepalingen in MiFID garanderen dat gestandaardiseerde contracten op georganiseerde handelsplatforms worden verhandeld.	
	(8)	Via bepalingen in MiFID de transparantie verhogen van handel en prijzen op de verschillende platforms en otc-markten.	
	(9)	De voltooiing van de herziening van vrijstellingen van MiFID voor grondstoffenondernemingen.	
Verbeteren van marktintegriteit	(10)	De marktmisbruikrichtlijn uitbreiden tot otc-derivaten.	Eind 2010
	(11)	Toezichthouders de bevoegdheid verlenen om in de MiFID limieten voor posities vast te stellen.	