

Fokus - OTC-derivater

Handlen med OTC-derivater vil inden for kort tid ændre sig markant, når effekterne af den nye EMIR-forordning viser sig. Snart er den markedsstruktur, som forordningen ønsker at etablere, på plads, og fremover vil handlen med OTC-derivater foregå på mere gennemsigtige og mere systematiserede vilkår end tidligere. I dette nyhedsbrev sætter vi fokus på EMIR-forordningen, idet vi søger at skabe et overblik over de aktører, forpligtelser og sanktioner, som forordningen og de afledte retsakter introducerer.

EMIR-forordningen

I forlængelse af den negative udvikling på finansmarkederne i 2008 og årene herefter er der vedtaget en lang række nye regler for indretningen og adfærden på markederne. [EMIR-forordningen](#) (klik på link) er blot et af de mange regulatoriske initiativer, der er fulgt i kølvandet på finanskrisen, og som nogle iagttagere betegner som EUs »regulatoriske tsunami«. Én ting er sikker: de mange lovgivningsinitiativer er først nu ved at materialisere sig, og de vil ved deres ikrafttræden redefinere spillereglerne for de europæiske kapitalmarkeder samt for markedsaktørerne herpå.

Forordningen omfatter handlen med OTC-derivater og indfører nye regler for såkaldte centrale modparter og transaktionsregistre. EMIR er et målrettet tiltag fra EUs side, der har til formål at flytte de hidtil uregulerede OTC-handler ind under tilsyn og regulering. Dette gøres for at øge gennemsigtigheden af infrastrukturen og derivatmarkederne for derigennem at sikre en bedre risikoafdæknings- og prisfastsættelsesfunktion. Den makroøkonomiske målsætning er, at de nye tiltag vil understøtte et mere effektivt derivatmarked end det nuværende.

Forordningen udgør den overordnede ramme, mens de tekniske detaljer skal fastlægges via niveau 2-regulering. Niveau 2-reguleringen vedtages af Kommissionen på baggrund af udkast fra Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA).

På nuværende tidspunkt er en stor del af tekniske standarder allerede vedtaget. De tekniske standarder vedtages som forordninger, der er bindende i alle enkeltheder, og gælder umiddelbart i hver medlemsstat. Konkret indebærer det, at de tekniske standarder for EMIR-forordningen på tidspunktet for dennes ikrafttrædelse bliver en del af den nationale lovgivning i medlemsstaterne.

En oversigt over de allerede vedtagne tekniske standarder ses i Figur 1.

Figur 1. Oversigt over vedtagne tekniske standarder

Reguleringsmæssige

- Minimumsoplysninger til transaktionsregistre
- Indirekte clearing, offentligt register og risikoreduktionsteknikker
- Oplysninger om ansøgning som transaktionsregister
- Transaktionsregistres offentliggørelse af data
- Kapitalkrav til CCP'er
- Øvrige krav til CCP'er

Gennemførelsesmæssige

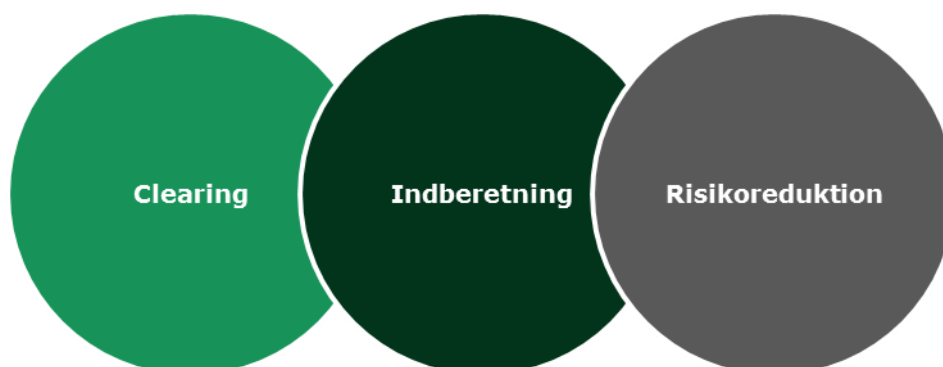
- Format og hyppighed af handelsindberetninger
- Format for ansøgninger om registrering af transaktionsregistre
- Format for optegnelser, der skal opbevares af CCP'er

Når vi i dette nyhedsbrev behandler EMIR, er det dog vigtigt at bemærke, at det alene er en analyse af én af brikkerne i det samlede puslespil. EMIR har således snitflader og overlappende brydningsflader mod en række øvrige centrale EU-initiativer, herunder særligt (i) CRD IV, der medfører øgede økonomiske incitamenter for pengeinstitutter og investeringsselskaber til at benytte CCP-clearing, (ii) MiFID II, der flytter en del af handlen med derivater til regulerede markeder og regulerer en række af handelsaspekterne, (iii) MAD II, der udvides til at omfatte de nye typer af derivater, samt (iv) REMIT, hvis anvendelsesområde vil blive begrænset af EMIR, i det omfang at EMIRs clearingforpligtelse kommer til at omfatte energiderivater.

Nye elementer

EMIR-forordningen introducerer en række nye forpligtelser samt en række nye aktører. Overordnet set kan de nye forpligtelser inddeles i tre kategorier som illustreret i Figur 2.

Figur 2. Forpligtelser i EMIR-forordningen

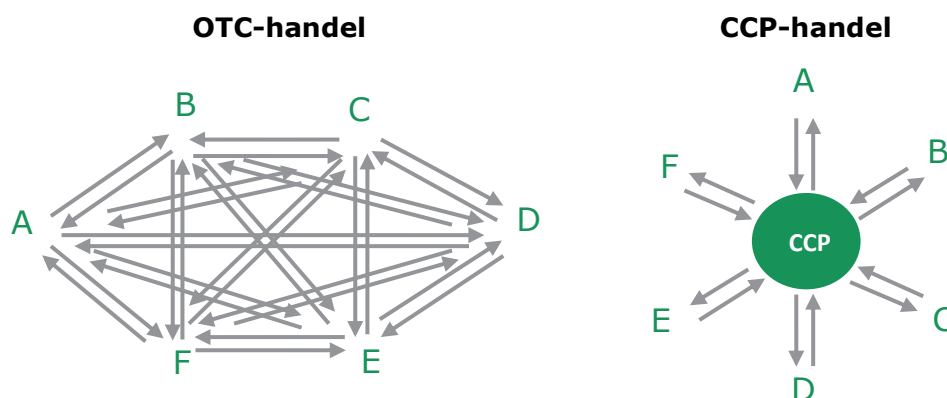


De nye aktører omfatter dels de såkaldte centrale modparter (Central Counterparties, CCP) og transaktionsregistre.

Centrale modparter

En af de vigtigste nyskabelser er CCP'erne, der skal indgå som køber over for enhver sælger og som sælger over for enhver køber. CCP'en er tiltænkt at skulle fungere som en elektronisk platform (et handelssystem) for handlen med OTC-derivater. Handlen via CCP medfører, at de OTC-handlendes modpartkreditsrisiko begrænses til én modpart, idet CCP'en indgår som mellemmand i alle handler. Afviklingsrisikoen for deltagerne minimeres ved "netting", hvorved der foretages modregning af modsatrettede fordringer. CCP'en foretager således bilateral netting med hver deltager, hvorefter den samlede effekt er multilateral netting. CCP'ens opgaver består derudover bl.a. af håndtering af betalinger, udveksling af sikkerheder og lignende handlinger i transaktionens løbetid. Forudsat at CCP'ens soliditet er tilstrækkelig, øges stabiliteten i det finansielle system. Figur 3 illustrerer princippet i handlen med OTC-derivater før og efter vedtagelsen af EMIR-forordningen (næste side).

Figur 3. Handlen med OTC-derivater uden og med CCP



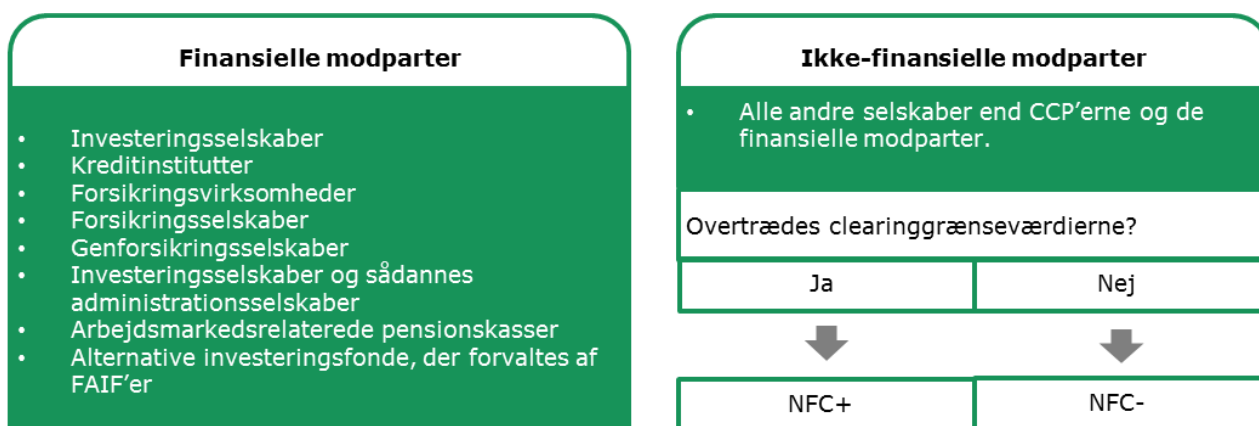
Transaktionsregistre

Transaktionsregistre skal på central vis indsamle og vedligeholde fortegnelser over derivater, idet det påhviler de af forordningen omfattede aktører at indberette oplysningerne om enhver derivataftale, som de har indgået til et transaktionsregister. Dermed spiller transaktionsregisteret en væsentlig rolle i forsøget på at øge gennemsigtigheden. Transaktionsregistre skal nemlig også regelmæssigt offentliggøre de samlede positioner pr. derivatklasse på baggrund af de indberettede aftaler.

De handlende

Derudover introducerer forordningen en ny opdeling af de handlende. Der skelnes mellem finansielle modparter (Financial Counterparties) og ikke-finansielle modparter (Non-Financial Counterparties, NFC), og afhængigt af hvilken kategori ens virksomhed tilhører, og hvem virksomheden handler med, er virksomheden underlagt forskellige forpligtelser. Sondringen mellem de finansielle og de ikke-finansielle modparter er illustreret i Figur 4.

Figur 4. Finansielle og ikke-finansielle modparter



Som det fremgår, inddeles de ikke-finansielle modparter i to grupper, afhængigt af om de i Figur 5 viste tærskelværdier overskrides eller ej. En ikke-finansiell modpart, der handler i et omfang, der overskrider blot én af tærskelværdierne, betegnes som NFC+. Både finansielle modparter og NFC+'er er omfattet af forordningens clearingforpligtelse.

Figur 5. Oversigt over tærskelværdier

a.	EUR 1 milliard	"nominel værdi" for kreditderivatkontrakter
b.	EUR 1 milliard	"nominel værdi" for aktivederivatkontrakter
c.	EUR 3 milliarder	"nominel værdi" for rentederivatkontrakter
d.	EUR 3 milliarder	"nominel værdi" for valutaderivatkontrakter
e.	EUR 3 milliarder	"nominel værdi" for råvarederivatkontrakter og andre derivatkontrakter som ikke falder ind under a.-d.

Clearingforpligtelsen

Clearingforpligtelsen medfører, at visse derivataftaler skal cleares. Det er endnu ikke fastlagt, hvilke derivattyper der bliver omfattede af EMIR-forordningen og dermed af clearingforpligtelsen.

Som nævnt sondres der mellem finansielle og ikke-finansielle modparter og indbyrdes mellem henholdsvis ikke-finansielle modparter, der overstiger clearinggrænseværdierne (NFC+) og ikke-finansielle modparter, der ikke gør (NFC-).

Clearingforpligtelsen er dels afhængig af, om det pågældende derivat er omfattet af forpligtelsen, men er også afhængig af, om den er indgået mellem to parter, der omfattes af forpligtelsen.

Det er kun aftaler indgået mellem finansielle modparter, aftaler indgået mellem en finansiell modpart og en ikke-finansiell modpart, der overstiger en tærskelværdi (ikke-finansiell modpart(+)), og aftaler indgået mellem to ikke-finansielle modparter, der begge overstiger en tærskelværdi, der skal cleares. Dette er illustreret i Figur 6.

Figur 6. Clearingforpligtelsen

Clearing		Ikke clearing	
Finansiell modpart	→ ←	Finansiell modpart	NFC- → ← NFC-
Finansiell modpart	→ ←	NFC+	NFC- → ← NFC+
NFC+	→ ←	NFC+	NFC- → ← Finansiell modpart

Den praktiske opfyldelse af clearingforpligtelsen kan ske på tre måder: medlemsclearing, kundeclearing og indirekte clearing. Hvilken type clearing den enkelte virksomhed kommer til at gennemføre, vil således i høj grad afhænge af virksomhedens ressourcer sammenlignet med de vilkår, CCP'en henholdsvis kunden stiller for aftaleindgåelsen.

Medlemsclearing er karakteriseret ved, at den pågældende modpart bliver medlem af en relevant CCP. Dette er illustreret i Figur 7. Muligheden for direkte medlemskab er forbeholdt en eksklusiv skare, hvortil bl.a. internationale finanshuse tilhører, der opfylder medlemskabskriterierne.

Figur 7. Medlemsclearing



Kundeclearing er kendetegnet ved, at den pågældende modpart indgår en aftale med et medlem af en CCP, som giver mulighed for at klare gennem den relevante CCP. Dette ses illustreret i Figur 8.

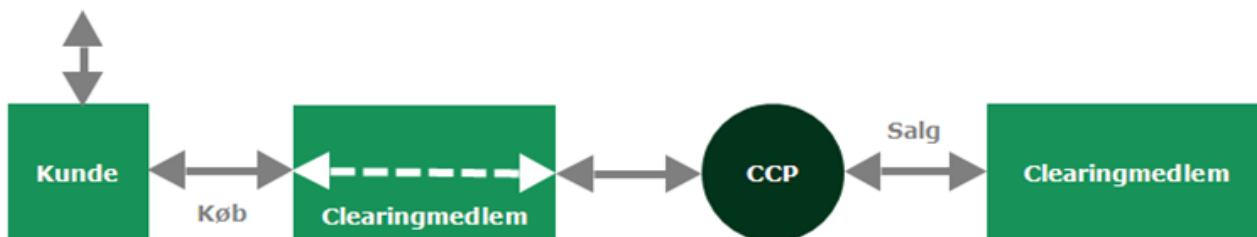
Figur 8. Kundeclearing



Indirekte clearing er kendetegnet ved, at den pågældende modpart etablerer et kontraktforhold til en kunde af et direkte medlem. Dette er illustreret i Figur 9.

Figur 9. Indirekte clearing

X etablerer kontraktforhold til kunden



Indberetningsforpligtelsen

EMIR forpligter alle modpart og CCP'er til at indberette oplysninger om enhver derivatkontrakt, som de har indgået, og enhver ændring eller afslutning af kontrakten til et transaktionsregister. Indberet-

ningsforpligtelsen gælder både de kontrakter, der er indgået, inden EMIR træder i kraft, hvis de stadig er udestående, og de kontrakter, der indgås, efter EMIR er trådt i kraft.

Indberetningsforpligtelsen gælder både for finansielle og ikke-finansielle virksomheder, uanset om de ikke-finansielle virksomheder overskrider tærskelværdierne eller ej.

Derivatkontrakterne skal indberettes senest den første arbejdsdag efter kontraktens indgåelse, ændring eller afslutning, og indberetningerne skal mindst indeholde oplysning om:

- a. Kontraktens aftaleparter og, såfremt disse ikke er de samme, modtagerne af de rettigheder og forpligtelser, der udspringer af kontraktens derivater,
- b. Kontrakternes væsentligste karakteristika, herunder derivattypen, den underliggende løbetid, nominel værdi, pris og afviklingsdato.

I bilaget til den [tekniske standard](#) (klik på link), der er vedtaget, er det uddybet, hvilke oplysninger der skal indberettes. Hvis CCP'en har et indberetningssystem, kan parterne lade indberetning ske via dette.

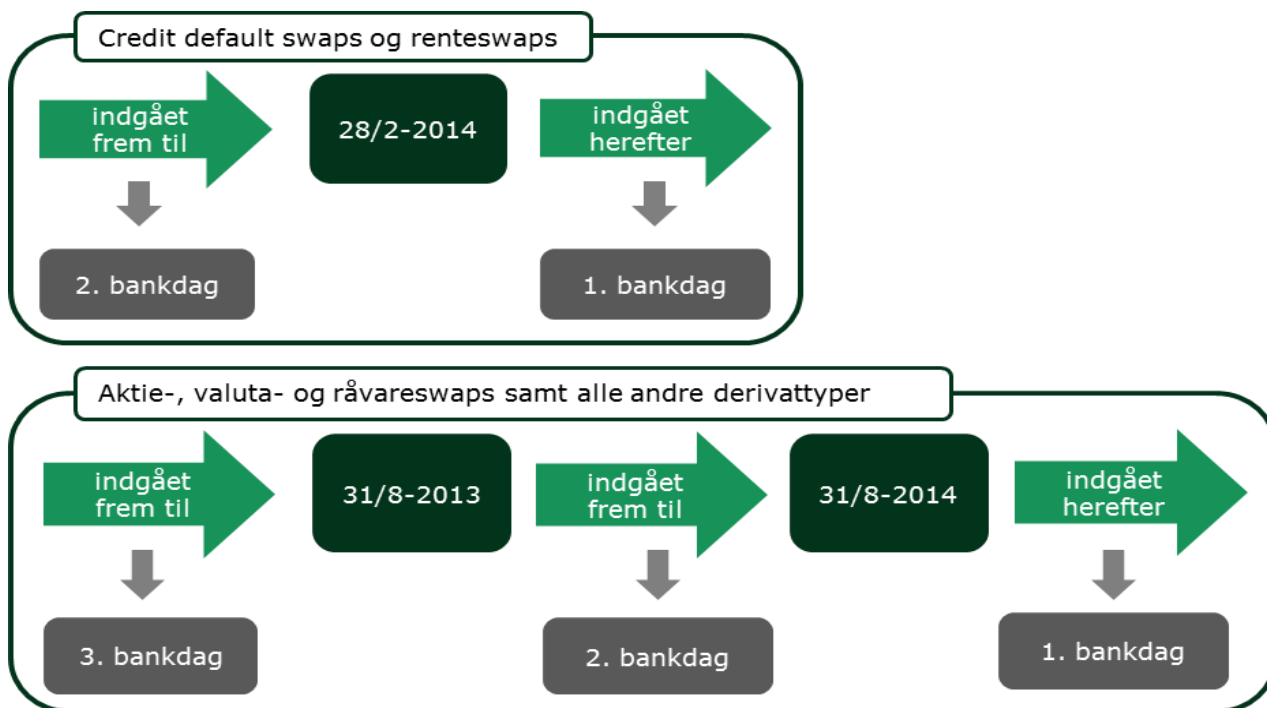
Risikoreduktionsforpligtelsen

Både clearingforpligtelsen og indberetningsforpligtelsen relaterer sig til de OTC-derivater, der skal cleares. Risikoreduktionsforpligtelsen relaterer sig derimod til de OTC-derivater, der ikke skal cleares af en CCP.

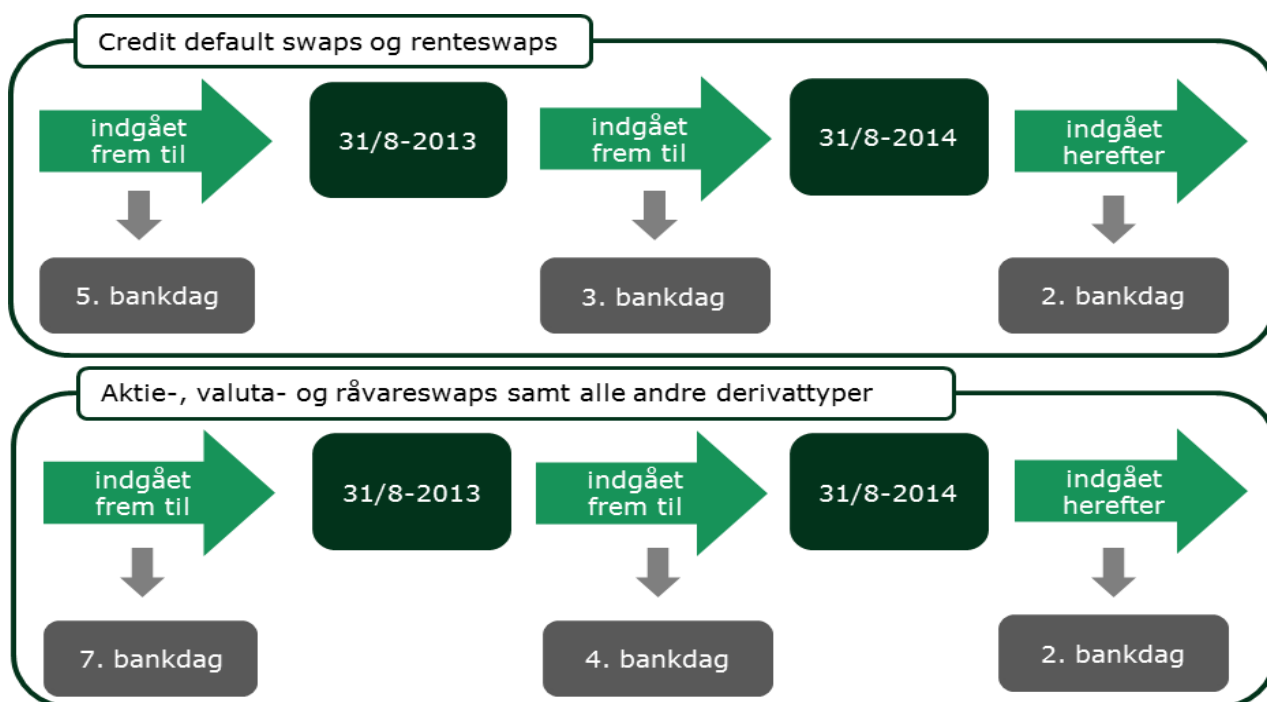
Risikoreduktionsforpligtelsen finder anvendelse på finansielle modparter og på ikke finansielle modparter, uanset om sidstnævnte overstiger tærskelværdien eller ej. Modparterne skal ved udøvelse af rettidig omhu sikre, at der forefindes passende procedurer til at måle, reducere og overvåge den operationelle risiko og modpartskreditrisikoen i transaktionerne. I relation til indberetningspligten bemærkes det, at en indgået aftale, der ikke blev clearet i første omgang, og som efterfølgende cleares, skal indberettes.

Også på dette område er der i en [teknisk standard](#) (klik på link) fastsat mere specifikke regler for overholdelse af forpligtelsen. Det er bestemt, at modparterne er forpligtede til, om muligt ved hjælp af elektroniske midler, at bekræfte den indgåede OTC-derivataftales vilkår. Kravet til hvornår denne bekræftelse skal være sket, varierer afhængigt af de involverede parter og derivattypen. Der sondres mellem transaktioner, hvor begge parter er enten finansielle modparter eller NFC+'er, og transaktioner, hvor den ene part er en NFC-. Et overblik over, hvornår bekræftelse senest skal være sket, i forhold til hvilken type aftale der er indgået, og hvornår denne aftale er indgået, er vist i Figur 10 og Figur 11 (næste side).

Figur 10. Bekræftelsestidspunkt ved transaktioner, der ikke involverer en NFC-



Figur 11. Bekræftelsestidspunkt ved transaktioner, der involverer en NFC-



Risikoreduktionsforpligtelsen medfører også, at modparterne skal foretage såkaldt porteføljeafstemning. Ifølge EMIR-forordningen skal parterne i en OTC-derivataftale, der ikke cleares, have "Formaliserede procedurer, der er solide, fleksible og kontrollerbare med henblik på at afstemme porteføljer" samt "styre den tilknyttede risiko og på et tidligt tidspunkt identificere og bilægge tvister mellem parter samt overvåge værdien af udestående aftaler." ESMA har fastsat et krav om, at modparterne (såvel finansielle som ikke-finansielle) skriftligt skal aftale de nærmere detaljer for, hvordan centrale handelsvilkår og markedsværdierne skal afstemmes, før derivaterne handles OTC. Porteføljeafstemningen skal enten foretages af modparterne til OTC-derivatkontrakterne indbyrdes eller på vegne af en eller begge parter af en kvalificeret tredjepart, der er blevet bemyndiget hertil, og den skal foretages, inden OTC-derivaterne handles. Hyppigheden af porteføljeafstemningen afgøres efter de involverede modparter og antallet af udestående handler.

Strafbestemmelser

Sanktioneringen af overtrædelse af EMIR-forordningen er todelt. Dels er der i selve forordningen indsat bestemmelser om transaktionsregistres manglende overholdelse af forordningens forpligtelser, og dels er det bestemt, at medlemsstaterne fastsætter sanktionerne for overtrædelse af forordningens øvrige bestemmelser.

EU-retlige strafbemmelser

ESMA kan træffe afgørelse om pålæggelse af en bøde, hvis et transaktionsregister uagtsomt eller forsætligt har gjort sig skyldig i overtrædelse af en række opregnede forpligtelser, der overordnet omfatter organisatoriske krav for transaktionsregisteret og interessekonflikter. Bødeniveauet er her fastlagt til at ligge mellem EUR 5.000 og EUR 20.000. Dette grundbeløb kan justeres med skærpene eller formildende koefficienter, men uanset dette, så kan bøden højst udgøre 20 % af transaktionsregisterets årlige omsætning i det foregående regnskabsår. Bøden skal dog mindst svare til den fortjeneste, transaktionsregisteret har opnået på grund af overtrædelsen.

ESMA er også tillagt kompetence til at udstede tvangsbøder med henblik på at tvinge et transaktionsregister til at bringe en overtrædelse til ophør. Også her er der fastsat bestemmelse om bødens omfang, idet det er bestemt, at tvangsbøderne for transaktionsregistre skal udgøre 3 % af den daglige omsætning.

Sanktionerne for transaktionsregistres overtrædelse af forordningen er illustreret i Figur 12.

Figur 12. EU-retlige sanktionsbestemmelser

Artikel	Forpligtelse	Pligtsubjekt
Bilag I.I	Organisatoriske krav eller interessekonflikter	Transaktionsregistre
Bilag I.II	Operationelle krav	Transaktionsregistre
Bilag I.III	Gennemsigtighed	Transaktionsregistre
Bilag I.IV	Hindringer for tilsynsaktiviteter	Transaktionsregistre
Artikel 66	Bringe overtrædelse til ophør	Transaktionsregistre

Nationale strafbestemmelser

Til opfyldelse af Danmarks forpligtelser i henhold til forordningen har Erhvervs- og Vækstministeriet udstedt [bekendtgørelse nr. 299 af 20. marts 2013](#) (klik på link) om straf for overtrædelse af EMIR-forordningen. Bekendtgørelsen trådte i kraft den 1. april 2013. I bekendtgørelsen er det fastsat, at overtrædelse af EMIR straffes med bøde, medmindre højere straf er forskyldt efter den øvrige lovgivning. Der er ikke, hverken i forordningen eller i bekendtgørelsen, fastsat rammer for bødeniveauet, men det forventes, at der vil blive udarbejdet retningslinjer herfor. Bekendtgørelsens strafbestemmelser kan illustreres som i Figur 13.

Figur 13. Straffelagte bestemmelser i henhold til bek. 299/2013

Artikel	Forpligtelse	Pligtsubjekt
4, nr. 1.	Clearingforpligtelsen	Finansielle virksomheder og ikke-finansielle modparter(+)
7, nr. 1, 1.	Lige adgang til CCP'er på ikke-diskriminerende vilkår	CCP'er
8, nr. 1.	Stille handelsfeeds til rådighed for godkendte CCP'er på ikke-diskriminerende og gennemsigtigt grundlag	Handelspladser
9, nr. 1.	Indberetningsforpligtelsen	Finansielle virksomheder, ikke-finansielle modparter
10, nr. 1.	Forpligtelse til at indberette til ESMA og påbegynde clearing	Ikke-finansielle modparter
11, nr. 1-4.	Risikoreduktionsteknikker for ikke-cleared OTC-derivataftaler.	Finansielle virksomheder og finansielle modparter

Tidsplan og perspektiver

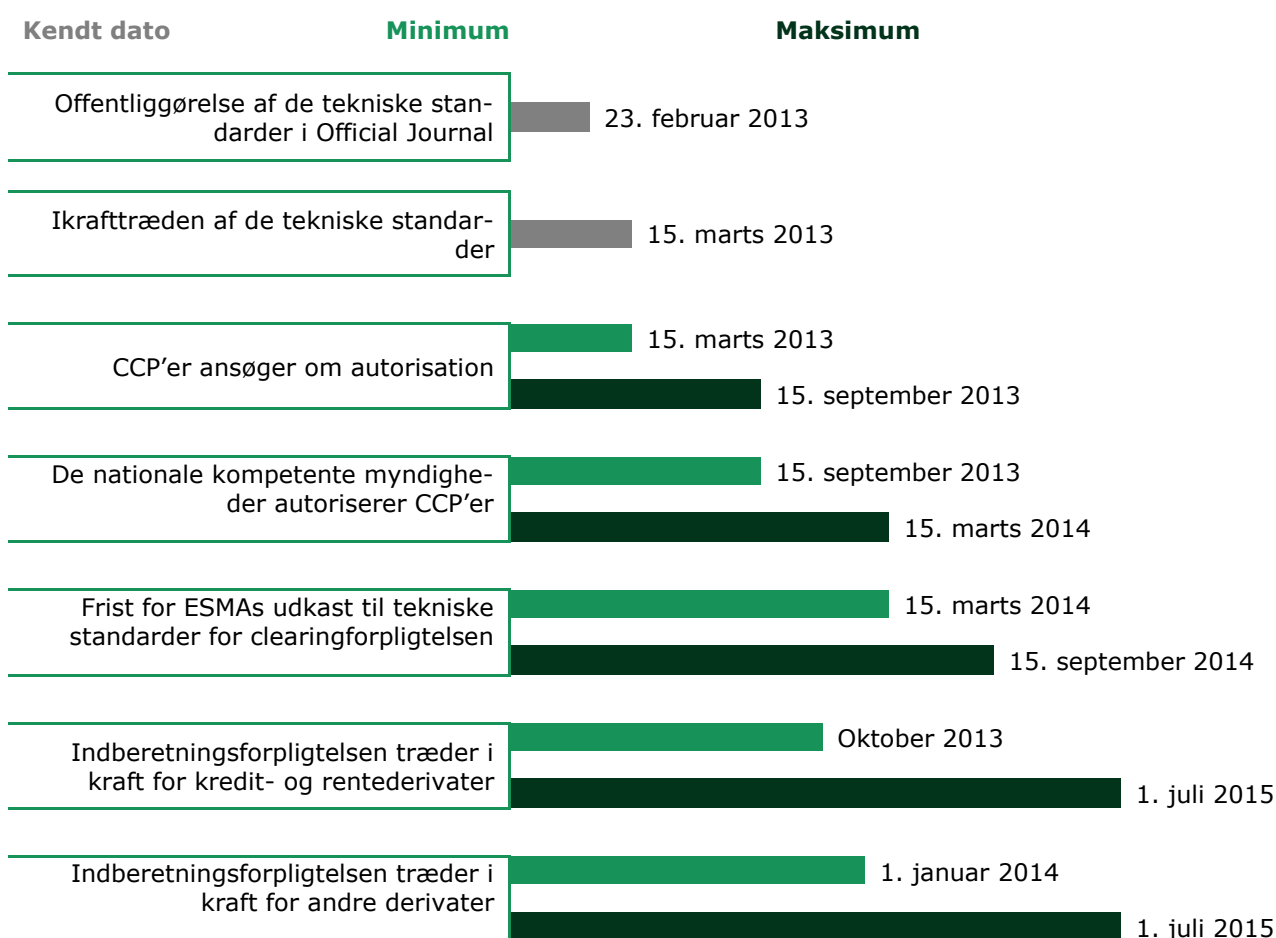
På nuværende tidspunkt er selve forordningen og en stor del af de tekniske standarder som nævnt trådt i kraft. Ud over disse to væsentlige begivenheder er der en række andre milepæle, som er værd

at hæfte sig ved. Den fulde effekt af forordningen ses først, når hele det regulatoriske grundlag er på plads, og den markedsstruktur, som forordningen søger at skabe, er etableret.

Nogle af de forpligtelser, forordningen introducerer, trådte i kraft ved forordningens ikrafttræden, mens andre først trådte og træder i kraft i takt med vedtagelsen af de tekniske standarder. En helt tredje gruppe forpligtelser er afhængige af nogle ydre, fysiske forhold, som eksempelvis etableringen af et transaktionsregister.

Inden for det kommende halve år forventes det, at indberetningspligten træder i kraft, og at der fremlægges forslag til de tekniske standarder, der skal fastsætte, hvornår clearingforpligtelsen træder i kraft. De specifikke datoer er angivet i Figur 14.

Figur 14. Forventede ikrafttrædelsesdatoer



Med EMIRs ikrafttræden skal de markedsaktører, der handler OTC derivater, undersøge og tage stilling til, hvorvidt de kan og skal være direkte medlemmer af en CCP, eller om de kan nøjes med clearing

gennem et andet medlem. Markedsaktørerne skal være bevidste om og forberede sig økonomisk på, at der stilles betydelige krav til sikkerhedsstillelse ved deltagelse i en CCP, men at der også vil blive indført anseelige kapitalkrav for derivater, der efter EMIRs ikrafttræden stadig handles uden for de regulerede markeder (OTC). Om EMIR får den tilsigtede effekt: at kunne forebygge og forhindre systemiske »skader« på derivatmarkederne, kan kun fremtiden vise. Uanset at EMIR tilsigter at skabe gennemsigtighed på markederne, og at dette giver de europæiske tilsynsmyndigheder indsigt heri og dermed mulighed for at gribe ind om nødvendigt, bliver prisen herfor betalt af markedsdeltagerne, der bliver påført betydelige øgede omkostninger.

Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående.

Kontakt



David Moalem, Partner
Tel. +45 33 77 90 80
Mob. +45 30 37 96 80
E-mail dam@mwblaw.dk



Marcia Bossen Møller, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 55
Mob. +45 30 37 96 55
E-mail mbm@mwblaw.dk



Maria Thomsen, Advokatfuldmægtig
Tel. +45 33 77 90 17
Mob. +45 30 37 96 17
E-mail mth@mwblaw.dk



Peter Smed, Trainee
Tel. +45 33 77 90 39
Mob. +45 30 37 96 39
E-mail psm@mwblaw.dk