English title:
Brexit and the Market for Central Clearing of Derivatives in the EU

BREXIT
OG MARKEDET FOR CENTRAL CLEARING AF DERIVATER I EU

Copenhagen Business School
Cand.merc.(jur.) – Erhvervsøkonomi og Jura
Kandidatafhandling 2018

Christoffer Krejlund Wismann
Studienr.: 37435
Henrik Balling Teisen
Studienr.: 24058

Juridisk vejleder: Frederik Meding
Økonomisk vejleder: Jakob Olsson

Antal anslag: 260.440 (114,48 normalsider)
Antal sider: 116

Dato for aflevering: 14. maj 2018

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse **1**
Abstract **3**
Kapitel 1 - Præsentation **4**
1.1 Indledning 4
1.2 Problemformulering 7
1.2.1 Juridisk delspørgsmål: 7
1.2.2 Økonomisk delspørgsmål: 7
1.2.3 Integreret delspørgsmål: 7
1.3 Synsvinkel 8
1.4 Afgrænsning 8
1.5 Juridisk metode 9
1.5.1 Retsvidenskab 9
1.5.2 Lovgivningsprocedure 11
1.5.3 Fortolkning 12
1.6 Økonomisk metode 12
1.6.1 Normativ versus positiv tilgang 12
1.6.2 Deduktiv vs. induktiv metode 13
1.6.3 'Economies of scale' og 'Economies of scope' 13
1.7 Integreret metode 14
1.7.1 Retspolitisk tilgang 14
1.7.2 Spilteori 14
1.7.3 Kaldor-Hicks efficiens 15
1.7.4 Principal-Agent-teori 15
1.8 Struktur 15
Kapitel 2 - Brexit og derivatmarkederne **17**
2.1 Indledning 17
2.2 Historisk overblik over handlen med derivater 17
2.2.1 Udvikling af derivatmarkederne gennem tiderne 17
2.2.2 Finanskrisen i 2008 18
2.2.3 G20-mødet i Pittsburgh 2009 19
2.3 Derivatmarkedernes størrelse og betydning for den finansielle sektor i EU 20
2.4 EU's finansielle regulering 24
2.5 Centrale modparter (CCP'er) 27
2.5.1 CCP'ers centrale betydning for derivatmarkedet i EU 27
2.5.2 Tilsynet med CCP'er 27
2.6 Brexit og den finansielle sektor 29
2.6.1 Brexit 29
2.6.2 Forhandlinger mellem EU og Storbritannien 30
2.6.3 Post-Brexit scenarier 32
Kapitel 3 - Juridiske udfordringer i markedet for central clearing af derivater som følge af Brexit **35**
3.1 Indledning 35
3.2 EU's tredjelandsbestemmelser for CCP'er 35
3.2.1 CCP'er efter Brexit 35

3.2.2 Anerkendelse af tredjelands-CCP'er ... 37
3.2.3 Ny klassificering af tredjelands-CCP'er ... 40
3.2.4 Tilsyn med tredjelands-CCP'er ... 42
3.2.5 Kapitalkrav ... 44
3.2.6 Formålet med "EMIR II" ... 45
3.3 Potentielle scenarier for en aftale mellem EU og Storbritannien ... 49
3.3.1 Indledning: Aftale mellem EU og Storbritannien ... 49
3.3.2 Scenarie 1 - Høj markedsadgang ... 49
3.3.3 Scenarie 2 - Mellem markedsadgang ... 52
3.3.4 Scenarie 3 - Lav markedsadgang ("no deal") ... 55
3.4 Gennemsigtighed ... 58
3.5 Delkonklusion ... 60
Kapitel 4 - Økonomiske konsekvenser ved fragmentering af markedet for central clearing i EU ... 64
4.1 Indledning ... 64
4.2 Risiko og margin ved derivattransaktioner ... 65
4.3 Clearing af derivater ... 67
4.3.1 Clearing af handler på OTC-markeder ... 67
4.3.2 Clearing via en CCP ... 68
4.3.3 Fordele og ulemper ved CCP'er ... 69
4.3.4 Default waterfall ... 71
4.4 Fragmentering af markedet for central clearing ... 72
4.4.1 Indledning ... 72
4.4.2 Fragmentering af likviditet ... 73
4.4.3 Reducering af netting-effektivitet ... 74
4.4.4 Et fåtal af interoperabilitetsordninger ... 81
4.4.5 Komplikationer ved interoperabilitet mellem CCP'er ud fra en betragtning om systemisk risiko ... 83
4.5 Delkonklusion ... 87
Kapitel 5 - Den "optimale" løsning fra et integreret perspektiv ... 90
5.1 Indledning ... 90
5.2 Modstridende interesser ... 90
5.3 Løsningsmodeller ... 92
5.3.1 Væsentlige faktorer for forhandlingen af en samarbejdsaftale ... 92
5.3.2 Storbritannien som EØS-medlem ... 93
5.3.3 Den 'schweiziske model' - modificeret ... 95
5.3.4 'No deal' ... 96
5.4 Forhandlingen mellem EU og Storbritannien ... 96
5.5 Principal-Agent forhold mellem EU og Storbritannien ... 100
5.5.1 Asymmetrisk information ... 100
5.5.2 Interessekonflikt mellem parterne ... 101
5.5.3 Nationale kompetente myndigheder skal føre tilsyn ... 102
5.5.4 Incitament til at føre et tilstrækkeligt tilsyn ... 102
5.6 Delkonklusion ... 103
Kapitel 6 - Konklusion ... 105
6.1 Konklusion ... 105
6.2 Anvendte forkortelser ... 109
6.3 Litteraturliste ... 111

Abstract

As a result of Brexit, the continuity of the financial markets as regards central clearing of derivatives are at stake and very much dependent on whether the European Union and the United Kingdom reaches an agreement that allows for UK central counterparties (CCPs) to continue their businesses within the Union. Brexit means in principle that the UK becomes a third country, meaning that it will no longer be subject to EU regulation. It also means that UK-CCPs would no longer be allowed to provide clearing services within the Union until they eventually receive authorisation to do so, and only if an equivalence decision has been made. In case the UK and the EU doesn't reach an agreement, there is a possibility that markets for central clearing will be subject to fragmentation, due to the fact that certain CCPs would be forced to relocate to EU27 in order to provide clearing services in the Union. Such a fragmentation would increase systemic risk and thereby cause a negative impact on financial stability. Due to the significant size of derivatives markets and their influence on the financial system, it is vital to ensure a high level of financial stability and transparency throughout the markets. In order to do so, the EU and the UK should reach an agreement that enables CCPs to continue their clearing services within the EU. A possible solution to this would be a model similar to the one that Switzerland currently has with the EU, which includes bilateral agreements between the EU and the UK on terms such as the free exchange of certain financial services, including clearing services. Such an agreement would result in the best combined outcome for both parties taking into consideration legal, economical and political interests. This solution doesn't solve the issue that CCPs of a certain size would have to relocate to EU27 in case the Commission proposal to EMIR is adopted, which triggers an increase in systemic risk, hence a decrease in financial stability. To limit the impacts of such a fragmentation, interoperability arrangements between existing CCPs should be established. This would reduce exposures in the market and, thus, lower the costs of market participants and result in a decrease of market risks. Through the Commission proposal to EMIR the EU will be able to retain a certain level of transparency and control in the clearing markets to ensure that a high quality of supervision and regulation is maintained by the UK.

Kapitel 1 - Præsentation

1.1 Indledning

Den 23. juni 2016 besluttede Storbritannien ved en folkeafstemning at forlade Den Europæiske Union.[1] En historisk begivenhed, der forventes at medføre et utal af konsekvenser for både Storbritannien og EU, herunder mange, som vi endnu ikke kender udfaldet af. Brexit rejser mange vanskelige spørgsmål på flere forskellige områder, herunder bl.a. hvad Storbritanniens udtræden får af betydning for de finansielle markeder. Storbritannien spiller en ganske betydningsfuld rolle for finansmarkederne i Unionen og på verdensplan og udgør for mange tredjelande en platform til at få adgang til markederne i Unionen, hvorfor konsekvenserne af Brexit forventeligt er ganske vidtrækkende. Brexit betyder i udgangspunktet, at Storbritannien overgår til at være et tredjeland,[2] hvorfor markedsdeltagere etableret i Storbritannien, i mangel på en aftale herom, mister rettighederne til at levere ydelser i Unionen.[3] Et sådant brud medfører derfor en række komplekse juridiske og økonomiske udfordringer for de finansielle markeder, der kan have stor betydning for den finansielle stabilitet, hvorfor det kan være helt essentielt, at EU og Storbritannien når til enighed om en passende aftale, der kan begrænse omfanget af disse udfordringer. Specielt derivatmarkederne er på grund af deres størrelse og omfang af enorm betydning for det finansielle system i sin helhed, hvilket Finanskrisen i 2008 var et godt eksempel på. Derivatmarkederne havde nemlig ganske stor indflydelse på krisens udbrud, som skabte chokbølger verden over, og som bl.a. medførte en stor gældskrise i Europa.[4] EU har siden Finanskrisen i 2008 lagt meget arbejde i at styrke det finansielle system i Unionen, som Storbritannien i dag udgør en væsentlig del af. Et af hovedpunkterne har bl.a. været at skabe mere gennemsigtighed i markedet for finansielle instrumenter, herunder derivater, hvilket skal medvirke til at forbedre kontrollen af og tilsynet med markederne. Specielt OTC-markederne[5] har været vanskelige at kontrollere som følge af den manglende gennemsigtighed i markederne, da OTC-derivater handles privat mellem individuelle parter, og hvor der tidligere ikke blev stillet de store krav til indberetning af handler m.v. En af de

[1] Folketingets EU-oplysning: http://www.eu.dk/da/aktuelt/aktuelle-temaer/brexit
[2] Se i den forbindelse Traktaten om den Europæiske Union, artikel 50, stk. 3.
[3] Se bl.a. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, artikel 25.
[4] Rechtschaffen, Alan N.; Trichet, Jean-Claude; 2014; Capital Markets, Derivatives and the Law: evolution after crisis; New York; Oxford University Press; Second edition. Chapter 1, p. 36-38.
[5] Markeder for derivathandler, der handles over-the-counter (OTC), dvs. uden om et reguleret marked.

helt væsentlige tiltag har bl.a. været vedtagelsen af EMIR[6], der stiller en række krav til OTC-markedet, herunder krav til centrale modparter (CCP'er), transaktionsregistre m.v. Krav om, at visse derivatklasser skal cleares centralt via en CCP, er i den grad med til at sikre et mindre risikofyldt derivatmarked, da man således flytter risici fra markedsdeltagere over på CCP'er, som er bedre rustede til at håndtere disse. Størstedelen af centrale clearinger af euro-denominerede derivattransaktioner i Unionen foretages af CCP'er i Storbritannien.[7] Når Storbritannien udtræder af Unionen, kan CCP'er etableret i Storbritannien i udgangspunktet ikke levere clearingydelser i EU, før eventuelle rettigheder hertil er opnået.[8] Der må derfor forventes at være en risiko for, at man fragmenterer markedet for central clearing, hvilket kan tænkes at medføre trusler mod den finansielle stabilitet. Det kan således være af ganske afgørende betydning for det finansielle system, at Storbritannien og EU på området for central clearing af derivater når til enighed om en aftale, der i videst mulige omfang begrænser markedsrisici som følge af Brexit. Kommissionen fremsatte i juni 2017 et forslag til ændring af EMIR[9], der yderligere skal styrke tilsynet med CCP'er i og uden for Unionen. Et ganske omfattende tiltag i forslaget er bl.a., at tredjelands-CCP'er, der ønsker at levere clearingydelser til clearingmedlemmer eller handelspladser i Unionen, og som er af en vis størrelse, kan blive påkrævet at flytte deres forretninger inden for Unionen. En sådan ændring må antages at kunne fragmentere markedet for central clearing yderligere, hvilket ligeledes resulterer i en forøgelse af markedsrisici, som dermed får negativ virkning på den finansielle stabilitet. Det kan være svært at overskue omfanget og kompleksiteten af de juridiske og økonomiske udfordringer, Brexit medfører. EU og Storbritannien bør derfor nå til enighed om en aftale, der tilfredsstiller begge parters behov, og som begrænser markedsrisici mest muligt og derved sikrer markederne bedst.

Nærværende fremstilling ønsker at kaste lys over nogle af de juridiske og økonomiske udfordringer, der opstår i markedet for central clearing af derivater i Unionen som følge af Storbritanniens udtræden af EU. Fremstillingen inddrager juridiske, økonomiske og politiske

[6] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.
[7] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017; p. 11.
[8] I henhold til EMIR's bestemmelser herom i artikel 25.
[9] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

betragtninger og kommer med bud på forskellige aftalescenarier og løsningsmodeller, som med udgangspunkt i disse forhold kan være fordelagtige for markedet, taget situationen i betragtning, og som samtidig kan stille både EU og Storbritannien tilfredse.

1.2 Problemformulering

Hvorledes kan Brexit påvirke markedet for central clearing af derivater i EU, og findes der en løsning til en aftale mellem Storbritannien og Unionen, der kan begrænse negative udfald i markedet, og som ligeledes sikrer parternes interesser, herunder juridiske, økonomiske og politiske forhold?

1.2.1 Juridisk delspørgsmål:

- Hvilke juridiske udfordringer kan Storbritanniens udtræden af EU medføre i relation til markedet for central clearing af derivater og CCP'er beliggende i Storbritannien, der fortsat ønsker at levere clearingydelser i Unionen, og hvilket aftalescenarie synes i en juridisk kontekst at være mest optimalt?

1.2.2 Økonomisk delspørgsmål:

- Hvordan kan en fragmentering af markedet for central clearing af derivater i EU påvirke den finansielle stabilitet med henblik på systemisk risiko som følge af Brexit, og hvilke forhold bør EU og Storbritannien varetage for at sikre opretholdelsen af den finansielle stabilitet i videst mulige omfang fra et økonomisk synspunkt?

1.2.3 Integreret delspørgsmål:

- Hvilken løsningsmodel til en samarbejdsaftale mellem EU og Storbritannien synes på baggrund af analyserne i nærværende fremstilling samlet set mest optimal, når politiske interesser også inddrages, og hvordan sikrer Unionen på baggrund af den valgte model ved sit forhold til Storbritannien en opretholdelse af den finansielle stabilitet?

1.3 Synsvinkel

Nærværende fremstilling tager generelt udgangspunkt i det samlede relevante marked i EU for at finde det mest optimale forhold mellem Storbritannien og EU. Analysen i kapitel 3 forholder sig til de krav, der stilles til Storbritannien som tredjeland og CCP'er beliggende i Storbritannien. Analysen i kapitel 4 betragtes ud fra det samlede marked med henblik på de enkelte aktører, herunder hvilke risici der følger af en fragmentering, samt hvilke omkostningsmæssige problemer dette kan medføre. Analysen i kapitel 5 betragter relationen mellem Storbritannien og EU, herunder hvordan de fremtidige forhold bør tage sig ud.

1.4 Afgrænsning

Nærværende fremstilling afgrænser sig fra at fokusere på kontraktuelle forhold mellem parter i og uden for Unionen post-Brexit. Dette betyder, at obligationsretlige konsekvenser af, at parter etableret i Storbritannien ikke kan levere ydelser inden for Unionen efter Brexit, ikke analyseres yderligere i nærværende fremstilling. Udfordringen nævnes i fremstillingen og bruges til at kortlægge mulige konsekvenser og udfordringer i markedet for central clearing af derivater i EU's marked post-Brexit. At vurdere de obligationsretlige problemer og løsninger heraf er i sig selv en ganske omfattende problemstilling, hvorfor dette ikke analyseres yderligere som følge af fremstillingens omfang og fokus.

Fremstillingen tager ikke højde for skattemæssige forhold i derivatmarkedet som følge af Brexit. Dette skyldes fremstillingens begrænsede omfang og fokus.

Desuden afgrænses der for arbejdsmæssige forhold samt den frie bevægelighed for personer. Emnet har dog været meget omtalt i litteraturen, da der er mange ansatte i den finansielle sektor i Storbritannien, der står i en usikker position grundet Brexit. Fremstillingen vil dog ikke tage højde for denne problemstilling grundet fremstillingens begrænsede omfang og fokus.

I fremstillingens kapitel 4 analyseres de økonomiske konsekvenser af en mulig fragmentering af markedet for central clearing af derivater i EU's marked i relation til systemisk risiko og omkostningsminimering. Der afgrænses derfor generelt for

grundlæggende markedsteori ved konkurrencemæssige hensyn. Der tages således ikke højde for, hvordan en fragmentering/centralisering af markedet generelt vil påvirke konkurrenceforholdene, og hvorledes priser og lignende påvirkes.

1.5 Juridisk metode

1.5.1 Retsvidenskab

Retsvidenskaben, som vi kender den fra tankegangen omkring *juraens hus*, defineret af Tvarnø og Nielsen[10], beskæftiger sig med retskildelære, retsdogmatik, retspolitik, retshistorie, retssociologi og komparativ ret. For den nærværende afhandlings metode er det relevant at definere de tre første begreber. Dette giver et indblik i, hvordan den juridiske analyse udarbejdes, og hvilke metodiske redskaber, der benyttes.

Retskildelæren er læren om normer, der omhandler retskildernes indhold, prioritering, forpligtende virkning og politiske legitimation.[11] Afhandlingen vil udelukkende have fokus på læren om EU-retskilder. Her vurderes retskilderne ud fra to overskrifter: *regulering* og *praksis*. Der er som udgangspunkt ikke en rangorden mellem retskilderne, men inden for regulering findes et reguleringshierarki.[12]

Regulering kommer til udtryk i autoritative tekster med det formål at påvirke afgørelser om retten eller generelt at udtrykke retten. Under overskriften *Regulering* findes en række retskildetyper, herunder i) primærretten i form af grundlæggende tekster (EU- og EUF-Traktaten, Chartret om grundlæggende rettigheder og almindelige retsprincipper), ii) bindende sekundærregulering i form af forordninger, direktiver, afgørelser mv. og iii) soft law i form af ikke-bindende sekundærregulering (henstillinger, udtalelser mv.). Disse retskilder indgår i et retskildehierarki, hvilket betyder, at nogen regler har højere rang end andre. F.eks. har traktaterne højere rang end sekundærregulering, der kun kan vedtages, hvis der er hjemmel i en traktatbestemmelse.[13] EU-Traktaten og EUF-Traktaten findes som nævnt ovenfor i primærretten. Traktaterne lægger en ramme om EU-retten, hvor generelle

[10] Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth.; 2017; Retskilder og Retsteorier; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 5. reviderede udgave, 1. oplag.
[11] Ibid s. 29.
[12] Ibid s. 33.
[13] Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth; 2013; EU ret; København; Karnov Group Denmark A/S; 6. reviderede udgave, 3. oplag. s. 101-102.

principper, formål og regler om kompetence er nedskrevet. For at besvare ovenstående problemformulering, vil afhandlingen inden for retskilden *regulering* primært fokusere på forordninger. Direktiver og traktater benyttes kun i et mindre omfang.

I kategorien bindende sekundærregulering findes forordninger, direktiver og afgørelser. En forordning er almengyldig, dvs. at den er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart, iht. art. 288, 2. afsnit TEUF. Den retter sig ikke til bestemte adressater, men finder dog anvendelse på alle i objektivt bestemte situationer. En forordning får sin bindende virkning ved offentliggørelsen.[14] Forordninger kan bl.a. udstedes af Europa-Parlamentet og Rådet i fællesskab, af Rådet og af Kommissionen efter bemyndigelse fra de udstedende institutioner som delegerede retsakter, jf. art. 290 TEUF. Forordninger benyttes, når der er behov for ensartet anvendelse og retssikkerhed i hele EU. Dette kan f.eks. være vigtigt for fuldendelsen af det indre marked. Forordninger har endvidere den fordel, at der undgås forsinkelser i forbindelse med implementering af direktiver.[15] Direktiver afviger fra forordninger, da de binder medlemsstaterne mht. det tilsigtede mål, men ikke mht. form og midler, som medlemsstaterne skal anvende, jf. art. 288, 3. afsnit TEUF. Direktiver kan udstedes af Europa-Parlamentet og Rådet i fællesskab, af Rådet, eller af Kommissionen, når traktaten hjemler det, eller af Kommissionen alene efter bemyndigelse fra Rådet.[16] Afgørelser er bindende i alle enkeltheder, jf. art. 288, 4. afsnit TEUF. Hvis den derimod angiver hvem den er rettet til, er den kun bindende for den pågældende. Afgørelser, der er rettet til medlemsstaterne, kan på mange måder ligne direktiver.[17]

Endvidere findes ikke-bindende sekundærregulering, der også kaldes soft law. Dette inkluderer henstillinger og udtalelser, som ikke er bindende, jf. art. 288, 5. afsnit TEUF.

Afhandlingen vil ligeledes gøre brug af og analysere den kompetence, der delegeres til Kommissionen, til at vedtage almengyldige, ikke-lovgivningsmæssige retsakter, der udbygger eller ændrer visse ikke-væsentlige elementer, jf. TEUF art. 290, stk. 1, 1. afsnit. De lovgivningsmæssige retsakter skal udtrykkeligt afgrænse delegationens formål, indhold,

[14] Ibid s. 105.
[15] Ibid s. 129.
[16] Ibid s. 130.
[17] Ibid s. 131.

omfang og varighed, jf. TEUF art. 290, stk. 1, 2. afsnit. Afhandlingen benytter i mindre omfang delegerede retsakter til brug for analyse.

1.5.2 Lovgivningsprocedure

Et af EU-rettens særtræk er, at Kommissionen stort set har monopol på lovgivningsinitiativet. Det skal dog nævnes, at hvad angår den økonomiske og monetære union, har Den Europæiske Centralbank et vist lovgivningsinitiativ. En anden undtagelse til dette monopol er, at Europa-Parlamentet i henhold til art. 225 TEUF kan beslutte at opfordre Kommissionen til at fremsætte et forslag. Den almindelige lovgivningsprocedure (art. 294 TEUF) består efter forslaget af tre faser. I førstebehandlingen fastlægger Parlamentet sin holdning og meddeler Rådet denne. Herefter kan Rådet (normalt med kvalificeret flertal) godkende holdningen og vedtage den pågældende retsakt, eller ikke godkende holdningen og meddele Parlamentet, Rådets egen holdning, eller Rådet kan give Parlamentet en udførlig redegørelse for sin holdning, hvor Kommission ligeledes giver en udførlig redegørelse for sin holdning. Ved andenbehandlingen kan Parlamentet godkende og vedtage Rådets førstebehandlingsholdning, forkaste Rådets førstebehandlingsholdning eller foreslå ændringer til Rådets førstebehandlingsholdning. Herefter kan proceduren gå ind i en forligsfase, hvis der ikke kan findes enighed. I tredjebehandlingen kan et fælles udkast, der er resultatet af forligsfasen, vedtages. Dette kan modsætningsvist også resultere i, at retsakten ikke vedtages, hvis der stadig er uenigheder.[18]

Afhandlingens juridiske analyse vil bl.a. bestå af en retsdogmatisk analyse. Denne bruges til at fortolke og analysere retskilderne for at nå frem til en retssætning om gældende ret. Afhandlingen benytter ligeledes en retspolitisk tankegang, der også kaldes *de lege ferenda*, til at vurdere og analysere forslag til lovgiver, om hvorledes EU-lovgivningen mest efficient tager sig ud post-Brexit.[19]

[18] Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth; 2013; EU ret; København; Karnov Group Denmark A/S; 6. reviderede udgave, 3. oplag. s. 140-144.
[19] Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth.; 2017; Retskilder og Retsteorier; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 5. reviderede udgave, 1. oplag. s. 29-30.

1.5.3 Fortolkning

Udgangspunktet for fortolkning af enhver bestemmelse i lovgivningen er en tekst. Dette betyder, at fortolkning på et vist plan må begynde med en ordlydsfortolkning. Formålet er at finde ordenes juridiske mening for at fastslå, om et konkret forhold er omfattet af en bestemmelse.[20] Dernæst skal det vurderes, hvordan den fortolkede bestemmelse skal placeres i den kontekst. Det vil sige, at der skal tages stilling til, om der skal fortolkes præciserende, indskrænkende, udvidende eller modsætningsvist. Ved en præciserende fortolkning kigger man på sammenhængens afgørende betydning for meningsindholdet i en retsregel. Altså at komme så tæt på reglens formål, som det er muligt. Indskrænkende fortolkning bruges, når pragmatiske hensyn fører til ikke at anvende en regel i tilfælde, der ud fra en naturlig sproglig fortolkning falder inden for dens anvendelsesområde. Udvidende fortolkning benyttes, når en regel anvendes på tilfælde, der efter en naturlig sproglig forståelse falder uden for dens anvendelsesområde. En modsætningsslutning benyttes, hvor man antager, at en bestemmelse udtømmende har gjort op med, hvilke betingelser der i bestemmelsen skal indtræde og fører således til en modsat retsfølge.[21] Den overvejende opfattelse er, at EU-Domstolen benytter en objektiv formålsfortolkning eller det, der også kaldes teleologisk fortolkning. Dvs. at forarbejderne normalt ikke anerkendes som en retskilde. Således fortolkes der ud fra det formål, som fortolkeren indlægger i reglerne. Dette har en stor retlig betydning for Unionen, da retsanvenderen ved teleologisk fortolkning forsøger at finde den forståelse af en omtvistet bestemmelse, der mest effektivt kan realisere EU's målsætninger.[22]

1.6 Økonomisk metode

1.6.1 Normativ versus positiv tilgang

Den økonomiske analyse tager en normativ og positiv tilgang, hvilket skyldes, at metoderne dels er svære at adskille fra hinanden, samt at begge tilgange har sin relevans på nærværende problemstilling. *Kerkmeester* argumenterer for, at metoderne er svære at adskille, da antagelser i den positive tilgang måske allerede indeholder implicitte normative udtalelser. Ved en normativ tilgang til jura og økonomi er juraen analyseret ud fra

[20] Ibid s. 220.
[21] Ibid s. 226-233.
[22] Ibid s. 253.

økonomiske betragtninger. Endvidere er politiske anbefalinger begrundet i økonomiske analyser. For at kunne give disse politiske anbefalinger, er det væsentligt at definere og opstille rammerne for, hvad der er ønskeligt for parterne og i den forbindelse deres output heraf. Den normative tilgang resulterer i en retsmæssig og politisk anbefaling. Over for den normative metode står den positive tilgang. I denne metode analyseres, hvad de lovgivningsmæssige rammer er, og hvad der er deres formål. Ligeledes vil metoden benyttes til at forklare foreslået lovgivning og dens konsekvenser. Den positive tilgang indeholder ligeledes en forudsigelse om, hvordan parter vil reagere på lovgivningen og åbner således diskussionen om, hvordan lovgivningen bør være.[23] Den normative metode forholder sig til anvendelsen af en højere grad af regulering til at undgå ikke ønskede forhold og generelle markedsfejl. Teorien kendes også som "Yale School".[24]

1.6.2 Deduktiv vs. induktiv metode

Deduktiv metode har fokus på at sammensætte teori og praksis, og således foretages en række antagelser, hvor der kan opstilles en række hypoteser for derefter at kunne benytte teorien herpå. Induktiv metode bygger på empiriske observationer, der således skal resultere i udviklingen af egne teorier. Afhandlingen vil tage udgangspunkt i en deduktiv metode, da det ikke har været muligt at indsamle decideret data og empiri på området. Den deduktive metode er dog blevet kritiseret for at være for generaliserende i analysen af problemstillingen, der dermed ikke vurderer enkelte specifikke tilfælde.[25]

1.6.3 'Economies of scale' og 'Economies of scope'

Den økonomiske analyse i nærværende fremstilling vil benytte teorierne economies of scale og economies of scope for at beskrive hhv. fordele og ulemper ved en fragmentering af markedet for CCP'er. 'Economies of scale' handler om, hvorvidt de gennemsnitlige omkostninger falder i forhold til output. Det siges således, at der er 'scale economies', hvis dette er tilfældet. 'Economies of scope' handler om, hvorvidt én eller to virksomheder skal producere to forskellige produkter. Således siges det, at hvis der er 'economies of scope',

[23] Pacces, Alessio M. and Visscher, Louis; Methodology of Law and Economics; Economic methodology, Kompendium; HA (JUR), 5. semester; Fall 2014; Law Department; Academic books., p. 4.
[24] Parisi, Francesco; 2004; Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics; European Journal of Law and Economics; 18: 259-272. p. 264.
[25] Kerkmeester, Heico; 1999; Methodology: General; 0400: 383-401; Economic methodology, Kompendium; HA (JUR), 5. semester; Fall 2014; Law Department; Academic books. p. 391-393.

så er omkostningerne lavere ved at producere to produkter hos én virksomhed, end at producere dem separat.[26]

1.7 Integreret metode

1.7.1 Retspolitisk tilgang

Den integrerede analyse i fremstillingens kapitel 5 benytter en retspolitisk tilgang. Således vil retlige, økonomiske og politiske forhold vurderes som en samlet faktor. Dette gøres for at fremstille det mest realistiske billede af situationen efter Brexit, hvor disse tre forhold alle spiller en rolle i den samlede vurdering. Ligeledes vil retstilstanden blive betragtet ud fra tankegangen om 'one big system', der er beskrevet i europæisk realistisk retspositivisme. Dette betyder, at EU anses som en samlet retstilstand, hvor der ikke er forskellige retlige opfattelser blandt medlemslandene.[27]

1.7.2 Spilteori

I nærværende afhandlings integrerede analyse benyttes spilteori til at analysere EU's og Storbritanniens mulige løsninger for et fremtidigt samarbejde som følge af Brexit. Således vurderes ud fra en række opstillede payoffs, hvilken løsning parterne finder mest optimal. Spilteori kan løses ved forskellige løsnings-begreber, og i nærværende fremstilling benyttes 'backwards-induction' metoden til at finde nash-ligevægten. I denne metode finder man resultatet ved at gå til afsutningen på et beslutningstræ. Her vil spilleren (UK) afslutte spillet på den mest fordelagtige måde for vedkommende, da spilleren må forventes at vælge den strategi, der giver det højeste payoff. Via denne løsningsmodel findes nash-ligevægten. Dette er defineret som en kombination af strategier, hvor ingen spiller har noget incitament til at vælge nogen anden strategi for at forbedre sit payoff. Det vil sige, at det er hver spillers bedste respons på den anden spillers strategi.[28]

[26] Cabral, Luís M. B.; 2000; Introduction to Industrial Organization; Cambridge, Mass.;The MIT Press. p. 24.
[27] Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth.; 2017; Retskilder og Retsteorier; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 5. reviderede udgave, 1. oplag. s. 488.
[28] Knudsen, Christian; 1997; Økonomisk metodologi - Bind 2; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 2. udgave, 1. oplag. s. 94-97.

1.7.3 Kaldor-Hicks efficiens

Tankegangen om, hvorvidt noget er Kaldor-Hicks efficient, stammer fra de to økonomer *Kaldor* og *Hicks*. Kaldor-Hicks efficiens betegner, hvad der samlet giver det største outcome. Den bagvedliggende tankegang er, at hvis den part, der vinder noget ved valget, vinder tilstrækkeligt mere end den part, der taber noget ved valget, kan den vindende part potentielt kompensere den tabende part, da der samlet set vindes mere, end der tabes. Teorien bruges også, selvom parterne ikke kompenserer hinanden, og det er derfor kun teoretisk at parterne kan kompensere hinanden.[29]

1.7.4 Principal-Agent-teori

Nærværende fremstilling vil benytte Principal-Agent-teori til at beskrive og analysere EU og Storbritanniens forhold på det relevante marked post-Brexit. Mere konkret EU som "principalen" og Storbritannien som "agenten". Forholdet er interessant, da EU potentielt overlader en række beslutninger eller tilsyn med CCP'er til Storbritanniens kompetente myndigheder. Ved dette forhold vil principalen give agenten et incitament, således at agenten agerer, som principalen ønsker.[30]

1.8 Struktur

Afhandlingen inddeles i 6 kapitler, der bruges til at besvare problemstillingen. Kapitel 1 introducerer læseren til problemstillingen samt metoder og teorier, der anvendes i analyserne, og sætter rammerne for afhandlingen. Kapitel 2 redegør for derivatmarkedernes udvikling og betydning i Europa, samt hvilken betydning Brexit har herpå. Endvidere introduceres tre gennemgående scenarier for udfaldet af en aftale mellem EU og Storbritannien. Kapitel 3 analyserer EU's regulering af tredjelands-CCP'er, herunder hvilke udfordringer Brexit medfører. Endvidere analyseres de juridiske konsekvenser af de tre opstillede scenarier. Ligeledes analyseres EU's forhold til den finansielle stabilitet via gennemsigtighed i markedet. Kapitel 4 analyserer vigtigheden af central clearing af derivater for den finansielle stabilitet, heraf de risici, der eksisterer i markedet. Herudover analyseres de økonomiske konsekvenser af en fragmentering af markedet, samt hvilke løsninger der

[29] Parisi, Francesco; 2004; Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics; European Journal of Law and Economics; 18: 259-272. p. 267-268.
[30] Knudsen, Christian; 1997; Økonomisk metodologi - Bind 2; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 2. udgave, 1. oplag. s. 164.

kan være for effektiviteten af central clearing. Kapitel 5 analyserer potentielle løsningsmodeller til en fremtidig samarbejdsaftale og finder frem til, hvilken model der er mest optimal ud fra juridiske, økonomiske og politiske forhold, herunder hvilken rolle de to parter spiller over for hinanden post-Brexit. Kapitel 6 afslutter de foregående analyser med en samlet konklusion.

Kapitel 2 - Brexit og derivatmarkederne

2.1 Indledning

I nærværende kapitel redegøres kort i afsnit 2.2 for den historiske udvikling og betydning af derivater frem til Finanskrisen i 2008, hvor G20-medlemmernes efterfølgende tiltag for genopretning af markederne ligeledes præsenteres. Afsnit 2.3 giver et estimat over størrelsen af markederne i EU i dag, og afsnit 2.4 giver en introduktion til EU's finansielle lovgivning på markedet for derivater. Afsnit 2.5 redegør for CCP'ers centrale betydning for derivatmarkedet i EU, såvel som tilsynet med disse. Afsnit 2.6 redegør for Brexit i relation til den finansielle sektor og opstiller potentielle scenarier, som Brexit kan medføre i markedet for finansielle tjenesteydelser i Storbritannien og EU.

2.2 Historisk overblik over handlen med derivater

2.2.1 Udvikling af derivatmarkederne gennem tiderne

Brugen af derivater kan dateres helt tilbage til antikken, hvor denne type finansielle instrument bidrog til udbuddet i råvaremarkedet, såvel som derivater kunne bruges til at facilitere handel og til at afdække risici. Siden dengang har markedet ændret sig betydeligt, da handlen med finansielle aktiver og reguleringen har udviklet sig meget gennem tiderne. Det første formelle regulerede marked for råvare blev oprettet i USA i 1848. For at håndtere kreditrisiko etablerede Chicago Board of Trade, der senere blev til CME Group, et marked, hvor forward kontrakter kunne handles. De første børshandlede derivatkontrakter blev registreret i 1865, og man formede det første futures clearinghouse i 1925.[31] Ny teknologi samt udviklingen af avancerede finansielle instrumenter fik for alvor skubbet gang i handlen med derivater fra 1970'erne og fremefter. I 1980'erne blev swaps og andre OTC-derivater populære til formål såsom hedging af risici, hvad angik renter, valutakurser og råvarer. Finansielle risici i markederne blev langt mere komplekse, hvilket brugen af derivater dermed også gjorde. OTC-markedet udviklede sig gennem 1990'erne til at blive langt større end handlen med derivater på regulerede markeder. De såkaldte credit default swaps (CDSs) blev først udviklet af JPMorgan Chase (dengang J.P. Morgan investment bank), hvilket muliggjorde handlen med kreditlån. Udover at være brugbare instrumenter til

[31] Prabha, Apanard. Savard, Keith and Wickramarachi; 2014; Deriving the Economic Impact of Derivatives- Growth Through Risk Management; Milken Institute. p. 14.

afdækning af risici, blev handlen med derivater også brugt til at øge udbyttet, hvilket gjorde instrumenterne mere risikable, blandt andet på grund af høj gearing. Flere finansielle institutioner oplevede store tab i løbet af 1990'erne. Til trods for begrænset regulering på området, blev handlen med derivater yderligere dereguleret under Bill Clintons repræsentantskab. Dette medførte en kæmpe vækst i handlen med derivater. Mange mener, at manglen på regulering og total uigennemsigtighed i derivatmarkedet havde stor indflydelse på finanskrisens optakt og indtræden i 2007 hhv. 2008.[32]

2.2.2 Finanskrisen i 2008

I 2008 står verden over en af de værste økonomiske kriser siden Verdenskrisen i 1930'erne. Finanskrisen i 2008, som havde sin oprindelse fra tendenser i amerikanske markeder, hvor især derivatmarkedet spillede en afgørende rolle, udviklede sig til en global finansiel recession, hvilket sidenhen har medført enorme lovgivningstiltag på verdensplan, der skal styrke og forebygge markederne. Vor tids komplekse og avancerede finansmarkeder spillede den overskyggende rolle i finanskrisens udbrud. Risikofyldte finansielle instrumenter, såsom realkreditobligationer, var meget skrøbelige og letpåvirkelige af makroøkonomiske ubalancer. Ekstremt lave renter resulterede i en forøgelse af kreditudvidelser, især hvad angik boliglån, såvel som i en jagt efter højere udbytter.[33] I årtierne op til krisen oplevede man en enorm vækst i boligmarkedet, hvilket i høj grad skyldtes de meget lave renter såvel som den lette adgang til at få udbetalt lån. I 2007 vender det amerikanske boligmarked, og priserne på boliger falder betydeligt. Grundet mange såkaldte subprime-lån får flere boligejere problemer med at tilbagebetale lån.[34] Priser på værdipapirer i gældsobligationer reduceres drastisk, og flere systemisk vigtige finansielle institutioner, herunder blandt andre Lehman Brothers, oplever massive tab. Især værdien af derivater i markeder med underliggende aktiver i boliglån falder drastisk i perioden, hvilket resulterer i nedsat likviditet hos institutionerne, såvel som det truer kapitalmarkederne i bredere forstand.

[32] Ibid.
[33] Rechtschaffen, Alan N.; Trichet, Jean-Claude; 2014; Capital Markets, Derivatives and the Law: evolution after crisis; New York; Oxford University Press; Second edition. Chapter 1, p. 1-3.
[34] Ibid p. 4.

Krisen ramte ikke kun de amerikanske markeder, men hele verdensøkonomien. En enorm gældskrise rammer Europa i 2008, og lande i hele verden undergår recession. Som følge af amerikanske realkreditobligationers popularitet blev finansielle institutioner i Europa så hårdt ramt af krisen, at det kostede nationale myndigheder dyrt at iværksætte redningsplaner for at afhjælpe krisen og understøtte systemisk vigtige finansielle institutioner. Investorer med interesse i statsobligationer tvivlede på eurozonelandenes muligheder for at tilbagebetale lån og krævede derfor enten højere renter eller flyttede simpelthen kapital væk fra europæiske statsobligationer til mindre risikofyldte instrumenter. Dette forværrede kun situationen for landene og deres muligheder for at tilbagebetale lån. De statslige underskud og bankernes store koncentration af statsobligationer truede det finansielle system i sin helhed. Hvis landene ikke kunne tilbagebetale gæld, ville det resultere i et kæmpe værditab i statsobligationer, som dermed ville reducere europæiske finansielle institutioners egenkapital gevaldigt og i værste fald gøre dem insolvente, hvilket igen ville have videre konsekvenser for hele verdensøkonomien. Især Grækenland, hvis økonomi i forvejen var kritisk, blev hårdt ramt af krisen. En redningsplan måtte iværksættes for Grækenland, hvilket havde ekstremt negativ effekt på værdien af landets statsobligationer. Dette medførte endvidere et værditab i euroen såvel som for de globale aktiemarkeder. EU-redningsplaner måtte iværksættes for at afhjælpe lande som Grækenland, Irland og Portugal.[35]

2.2.3 G20-mødet i Pittsburgh 2009

G20-mødet i 2009 havde som et af sine helt centrale fokuspunkter at sikre bedre regulering af og forstærket tilsyn med de finansielle markeder for netop at genoprette økonomierne samt forebygge mod potentielle fremtidige kriser og tendenser.[36] G20 er en sammenslutning af 19 store og betydningsfulde økonomier samt EU, som siden 2008 har afholdt årlige eller halvårlige møder. Endvidere er flere organisationer, herunder blandt andre Verdensbanken og Den Internationale Valutafond (IMF), ligeledes medlemmer. Forsamlingen har ikke en formel beslutningskraft, men møderne har stor betydning for, hvad medlemslandene og organisationerne sammen vil udrette.[37] På mødet i Pittsburgh i 2009 blev der blandt andet

[35] Rechtschaffen, Alan N.; Trichet, Jean-Claude; 2014; Capital Markets, Derivatives and the Law: evolution after crisis; New York; Oxford University Press; Second edition. Chapter 1, p. 36-38.
[36] Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit; September 24 – 25 2009; http://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/pdf/statement_20090826_en_2.pdf; betragtning 10-16.
[37] Artikel fra Børsen, 19.06.2012: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/235401/fakta_hvem_er_g20.html

indgået aftale om, at medlemmerne skulle samarbejde om at mindske de systemiske risici, som er forbundet med det omfattende brug af derivater. Både tilsyns- og reguleringsmæssige forhold blev stærkt kritiseret, såvel vel som uansvarlig risikostyring foretaget af finansielle institutioner blev fremhævet. Resultatet i EU skete i form af gennemførelsen af en forordning om en europæisk markedsinfrastruktur, EMIR[38], der bl.a. indeholder krav om, at standardiserede over-the-counter derivataftaler (OTC-derivater) skal cleares gennem en CCP (central counter party), såvel som den indeholder krav om rapportering af derivathandler. Dette skyldtes, at OTC-derivater på daværende tidspunkt i meget høj grad var uigennemsigtige, netop fordi aftalerne bliver forhandlet privat, og fordi mange af oplysningerne kun var tilgængelige for de kontraherende parter. Omfanget af risici var derfor svært at identificere, og krisen viste, at dette øgede usikkerheden i perioder med pres på markedet, som derfor skabte ustabilitet i de finansielle markeder.[39]

2.3 Derivatmarkedernes størrelse og betydning for den finansielle sektor i EU

Derivatmarkedet har i de seneste 2 årtier haft enorm indflydelse på den finansielle sektor. En derivat er et finansielt instrument[40] i form af en kontrakt mellem to parter om at indgå i en handel på et tidspunkt i fremtiden, hvis værdi afhænger af værdien af et underliggende aktiv, hvilket f.eks. kan være aktier, obligationer eller råvarer.[41] Merton og Bodie (1995) beskriver 6 hovedfunktioner ved det finansielle system, herunder: (1) facilitering af betalingsmuligheder, som muliggør handel, herunder kontooverførsler, betalingskort, såvel som aktiehandler m.v.; (2) mulighed for pooling af midler, hvilket f.eks. er tilfældet ved realkreditlån til boligejere; (3) flytning af økonomiske midler gennem tid og rum, hvilket indebærer håndtering af renter; (4) mulighed for risikostyring, herunder pooling af, handel med samt deling af risici; (5) adgang til prisinformation, hvilket har indflydelse på større økonomiske beslutninger - f.eks. i forbindelse med huskøb; (6) mulighed for håndtering af incitamentsproblemer, når f.eks. én part til en transaktion har information, som den anden

[38] Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (EU) Nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.
[39] Ibid, betragtning 4 i præamblen.
[40] Som defineret i artikel 4, stk. 1, nr. 44), litra c), i direktiv 2014/65/EU, og som er omhandlet i afsnit C, nr. 4)-10), i bilag I dertil.
[41] Prabha, Apanard. Savard, Keith and Wickramarachi; 2014; Deriving the Economic Impact of Derivatives- Growth Through Risk Management; Milken Institute. p. 19.

part ikke er i besiddelse af.[42] Ovennævnte funktioner påvirkes i høj grad af markedet for derivater.

Derivatmarkedet var ikke noget særligt før 1970'erne, men er sidenhen vokset stødt til trods for krisen i 2008. Brugen af derivater påvirker i høj grad, omend indirekte, vores økonomi. Finansielle institutioner (herunder banker, asset managers, hedge funds, forsikringsselskaber og realkreditinstitutter m.v.), såvel som individuelle investorer og statslige myndigheder, opnår ved brugen af derivater beskyttelse mod diverse risici som følge af bl.a. udlån såvel som andre markedsrisici, hvilket styrker institutionernes finansielle position. Dermed kan f.eks. banker tilbyde bedre lån til den private sektor, der således skaber mulighed for, at iværksættere kan få tilført kapital i forbindelse med opstart og udvidelse af selskaber. Boligejere har lettere adgang til boligmarkedet og andre investeringer, og samfundet opnår derved en generelt øget økonomisk vækst. Ikke-finansielle virksomheder benytter derivater til at øge cash flows, der således fører til en forøgelse i værdien af selskaberne. Flere studier viser, at brugen af derivater reducerer virksomheders risici og aktiemarkeds-volatilitet, såvel som derivater hjælper til at reducere omkostninger. Således kan virksomheder fokusere brugen af midler på flere og bedre investeringer, som således bidrager til større økonomisk vækst.[43]

ESMA[44] offentliggjorde i oktober 2017 et overblik[45] over størrelsen af derivatmarkedet i EU. Tidligere har det været vanskeligt at få et overblik over størrelsen som følge af manglen på gennemsigtighed i markedet, og fordi størstedelen af handlerne bliver indgået OTC. Efter indførelsen af EMIR og kravet om, at alle derivathandler skal indberettes til et transaktionsregister, er det blevet muligt at skabe et nogenlunde realistisk billede af markedet. Med rapporten forsøger ESMA at give et overblik over størrelsen af markedet og de igangværende kontrakter på tidspunktet for udgivelsen. Rapporten opdeler derivatmarkedet i 5 forskellige markeder, herunder 1) markedet for rentederivater, 2)

[42] Merton Robert. C. and Bodie, Zvi; 1994; A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System. p. 19-26.
[43] Prabha, Apanard. Savard, Keith and Wickramarachi; 2014; Deriving the Economic Impact of Derivatives- Growth Through Risk Management; Milken Institute. p. 45.
[44] European Securities and Markets Authority.
[45] ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities; No. 2, 2017; Financial stability; ESMA50-165-421, "EU derivatives markets - a first time overview".

markedet for kreditderivater, 3) markedet for egenkapitalderivater, 4) markedet for råvarederivater samt 5) markedet for valutaderivater.

Hvad angår markedet for rentederivater, har ESMA identificeret 251.916 modparter. Kun 9 af dem var CCP'er autoriseret til at udbyde tjenesteydelser i Unionen, 11 var tredjelands-CCP'er og 339 af modparterne var clearing-medlemmer af ovennævnte CCP'er. Antallet af de resterende modparter (mere end 250.000) afspejler det vidtrækkende brug af rentederivater, som inkluderer ikke-finansielle modparter, klienter til clearing members, såvel som mæglere, der ikke er kategoriseret som clearing members og disses klienter. Ifølge rapporten findes der en optegnelse på 5,4 millioner åbne transaktioner, hvilket udgør en notionel værdi på EUR 282 billioner, og dermed er rentederivatmarkedet det største. Målt i antallet af transaktioner er hele 94% af transaktionerne handlet OTC.[46]

Markedet for kreditderivater er væsentligt mindre, og ESMA har kun opgjort 9.829 modparter. 6 CCP'er er aktive i markedet, hvor kun 2 af dem er etablerede og har tilladelse i EU. De resterende 4 er tredjelands-CCP'er. 76 clearing-medlemmer er aktive i dette marked. 97% af transaktionerne, der udgør 1,2 millioner handler, sker OTC i dette marked. Den notionelle værdi er målt til EUR 13,8 billioner. Af OTC-transaktionerne er mere en 60% af handlerne indgået mellem EØS og en ikke-EØS modpart.[47]

Der er identificeret 220.256 modparter i markedet for egenkapitalderivater, herunder 13 EU-CCP'er, 13 tredjelands-CCP'er og deres tilsammen 193 clearing-medlemmer. På tidspunktet for udgivelsen var der rapporteret 16.8 millioner åbne transaktioner, hvor 80% er indgået OTC. Dog er den notionelle værdi af egenkapitalderivater handlet på et reguleret marked højere på EUR 20,2 billioner (dvs. 57% målt på værdi) end den notionelle værdi af transaktioner handlet OTC, hvilket indikerer højere koncentration af standardiserede transaktioner.[48]

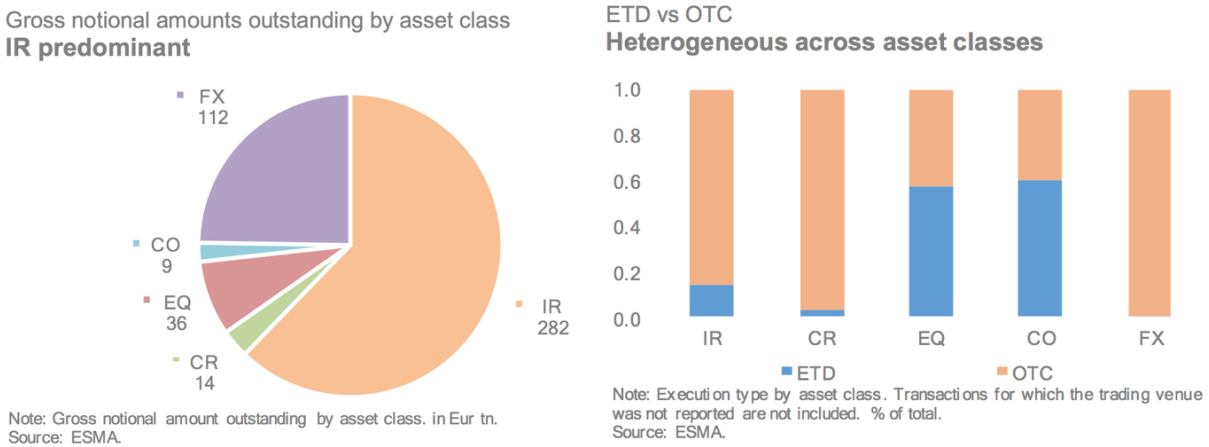
I råvarederivatmarkedet identificeres 305,685 modparter, der således målt på antallet af modparter udgør det største marked for derivater. I markedet tælles 10 EU-CCP'er og 11

[46] Ibid p. 4.
[47] Ibid p. 5.
[48] Ibid p. 5.

tredjelands-CCP'er samt 149 clearing-medlemmer. På tidspunktet for udgivelsen af rapporten fandtes der at være omkring 5 millioner åbne transaktioner, hvoraf 54% er handlet på et reguleret marked. Den notionelle findes ligeledes at være højest på regulerede markeder med en værdi på EUR 5.4 billioner, der svarer til 60% af den samlede markedsværdi. Hovedparten af handlerne findes ligeledes at have som den ene part en aktør uden for EØS.

Valutaderivatmarkedet består af 9 EU- og 7 tredjelands-CCP'er med 41 clearing-medlemmer ud af 162,698 identificerede modparter. Der fandtes at være 6,5 millioner åbne transaktioner på tidspunktet for udgivelsen, der udgjorde en notionel værdi på EUR 112 billioner.

Således udgør markedet for rentederivater det klart største målt i notionel værdi på omkring EUR 282 billioner efterfulgt af markedet for valutaderivater med en notionel værdi på omkring EUR 112 billioner. Det bør bemærkes, at ESMA's analyse er vurderet ud fra det obligatoriske krav om rapportering. Et fuldt overblik over de relative størrelser såvel som fordelingen af OTC-derivater og børshandlede derivater er illustreret i nedenstående Figur 2.1.[49]



Figur 2.1 - Kilde: ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities; No. 2, 2017; Financial stability; ESMA50-165-421, "EU derivatives markets - a first time overview". p. 7-8.

[49] Ibid p. 7-8.

Efter Finanskrisen i 2008 stod det lysende klart, at derivatmarkedernes størrelse og de risici, som handlen med derivater indebærer, kan have ekstremt stor indvirkning på den globale økonomi. På G20-mødet i Pittsburgh i 2009 blev det derfor fastlagt, at medlemmerne af G20 i samarbejde skal fokusere på den omfattende forebyggelse og udvikling af mekanismer, der kan stabilisere den globale økonomi fremadrettet for at stå stærkest muligt over for potentielle kriser og tendenser i fremtiden. I nedenstående afsnit præsenteres noget af den regulering og de mekanismer, som er blevet udviklet og fortsat udvikles i EU for at forebygge mod potentielle kriser. Afsnittet fokuserer primært på de mekanismer, der er udviklet i relation til handlen med derivater, men indeholder også andre tiltag i relation til det finansielle system mere overordnet set, herunder både historisk udvikling og nutidige tiltag.

2.4 EU's finansielle regulering

Det indre marked, som vi kender det i dag, er en af grundstenene i Unionen. Tankerne omkring et indre marked kom for alvor på tale i 1980'erne ved Den Europæiske Fællesakt. Før denne periode havde der været tale om et fælles marked, men der var ikke sket de store ændringer i traktaterne. I samme periode bekræftede Det Europæiske Råd målsætningen om gradvist at skabe en økonomisk union. Dette var de første skridt hen imod Den Økonomiske og Monetære Union, som førte til udviklingen af kapitalens fri bevægelighed, der i årene efter for alvor tog fart. Alle begrænsninger mellem medlemslandene blev ophævet i jagten på at skabe det indre marked. Dette skulle skabe lige muligheder for medlemslandene samt skabe en stærkere økonomisk union. Tiltagene for dette blev bl.a. et øget samarbejde mellem centralbankerne, oprettelsen af en fælles valuta og sikringen af den fri bevægelighed for kapitaltransaktioner.

Det europæiske kapitalmarked har sidenhen spillet en ikke uvæsentlig rolle i Unionen og dens medlemslande. Finanskrisen i 2008 satte dybe spor i kapitalmarkedet og har sidenhen tiltrukket sig stor opmærksomhed fra Unionens side. EU har på den baggrund intensiveret sin regulering af markedet ved brugen af især sekundærregulering. Dette afspejles ligeledes i etableringen af Kapitalmarkedsunionen, der har til formål at uddybe og yderligere integrere kapitalmarkederne i medlemslandene. Med Kapitalmarkedsunionen ønsker EU, at *"... styrke den tredje søjle i investeringsplanen for Europa. Den vil gavne alle 28 medlemsstater og samtidig styrke Den Økonomiske og Monetære Union ved at fremme den økonomiske*

konvergens og bidrage til at absorbere økonomiske chok i euroområdet, som anført i de fem formænds rapport om fuldførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union"[50]. Hele essensen af dette EU-initiativ er at skabe bedre forbindelse mellem opsparing og vækst. Dette skal give bedre muligheder for f.eks. SMV'er til at rejse kapital på samme måde som store virksomheder. EU regulerer således det finansielle marked for at skabe vækst, fremme markedet, skabe lige muligheder, beskytte svage aftaleparter og for at imødegå finansielle kriser og nye risikable tendenser.

EU har siden Finanskrisen i 2008 indført en række tiltag, herunder mange retsakter i form af direktiver og forordninger, der skal bidrage til at styrke Kapitalmarkedsunionen. Nogle af de helt store tiltag er bl.a. indførelsen af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre (EMIR), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (MiFID II) samt Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (MiFIR), såvel som en række andre forordninger og direktiver.

EMIR fastlægger regler om OTC-derivater, CCP'er og transaktionsregistre, herunder " [...] *clearing- og bilaterale risikostyringskrav til over-the-counter (OTC) derivataftaler, indberetningskrav for derivataftaler og ensartede krav til, hvorledes centrale modparter (CCP'er) og transaktionsregistre udøver deres aktiviteter".*[51] Med EMIR ønsker Unionen at reducere de systemiske risici, der eksisterer i markedet for OTC-derivater, såvel som at øge gennemsigtigheden i markedet samt at bevare den finansielle stabilitet og forebygge mod potentielle kriser i fremtiden. Dette gøres bl.a. ved at styrke de tilsynsmæssige rammer for Unionen, herunder f.eks. ved at kræve, at alle oplysninger om europæiske derivataftaler meddeles transaktionsregistre og gøres tilgængelige, såvel som at stille krav til f.eks. CCP'er og transaktionsregistre.[52] Derudover ønskes et højt niveau af investorbeskyttelse og

[50] Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget; Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion; Bruxelles, den 30.9.2015; COM (2015) 468 final, s. 3.
[51] EMIR art. 1, stk. 1.
[52] EMIR betragtning 1 og 5.

lige vilkår for markedsdeltagere, hvilket skal sikres ved en ensartet anvendelse af clearingforpligtelsen i Unionen.[53]

MiFID II regulerer investeringsselskaber, markedsoperatører, udbydere af dataindberetningstjenester og tredjelandsselskaber, der yder investeringsservice eller udfører investeringsaktiviteter gennem oprettelse af en filial i Unionen.[54] Direktivet er en revidering af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (MiFID I). Formålet med MiFID II er at skabe et integreret finansielt marked, hvor investorer nyder effektiv beskyttelse, og hvor det samlede markeds effektivitet og integritet er beskyttet, såvel som direktivet har til formål at gøre finansielle markeder i EU mere gennemsigtige og robuste. Dette gøres ved at indføre fælles reguleringsmæssige krav til investeringsselskaber, således at det forhindres, at uigennemsigtighed eller forstyrrelser på ét marked undergraver hele Unionens finansielle systems effektivitet.[55] I præamblen til direktivet er det tydeligt beskrevet, at et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne, herunder flere forskellige kategorier af investorer. Derudover tydeliggøres det, at lige meget hvilken type af investor, der handles med, skal principperne om at handle ærligt, redeligt og professionelt og forpligtelsen til at være reel, klar og ikkevildledende følges.[56] MiFID II sætter bl.a. begrænsninger for spekulation i råvarer ved at indføre et harmoniseret EU-system, som sætter grænser for positioner i råvarederivater, da denne type finansielle instrumenter kan resultere i enorm forøgelse af prisen på basisprodukter.[57]

MiFIR anvendes på investeringsselskaber, der er meddelt tilladelse i henhold til direktiv 2014/65/EU, og kreditinstitutter, der er meddelt tilladelse i henhold til direktiv 2013/36/EU.[58] Forordningens mål er at *" … fastlægge ensartede krav for finansielle instrumenter i forbindelse med offentliggørelse af handelsdata, indberetning af transaktioner til de*

[53] EMIR betragtning 14.
[54] MiFID II art. 1, stk. 1.
[55] MiFID II betragtning 164.
[56] MiFID II betragtning 86.
[57] MiFID II Afsnit IV.
[58] MiFIR art. 1, stk. 2.

kompetente myndigheder, handel med derivater og aktier på organiserede markedspladser, ikke-diskriminerende adgang til CCP'er, markedspladser og benchmarks, beføjelser vedrørende produktintervention, positionsforvaltning og positionslofter, tredjelandsselskabers ydelse af investeringsservice eller -aktiviteter"[59].

2.5 Centrale modparter (CCP'er)

2.5.1 CCP'ers centrale betydning for derivatmarkedet i EU

Som også beskrevet i nærværende kapitels afsnit 2.2.3 var et af de helt centrale tiltag på G20-mødet i Pittsburgh i 2009 at styrke tilsynet med de finansielle markeder, herunder især derivatmarkedet. Man indgik blandt andet aftale om at mindske de systemiske risici, der er forbundet med det omfattende brug af derivater. Dette resulterede i indgåelsen af EMIR, der bl.a. indebærer krav om, at standardiserede OTC-derivataftaler skal cleares gennem en CCP. En CCP fungerer som en markedsinfrastruktur, der står imellem sælger og køber af en risiko i en derivataftale og påtager sig risikoen af handlen. En CCP mindsker derved de systemiske risici og øger den finansielle stabilitet. Dette uddybes nærmere i kapitel 4. Som Finanskrisen afslørede, kan manglen på gennemsigtighed i derivatmarkedet have katastrofale følger, hvorfor et omfattende tilsyn med de finansielle markeder, såvel som forstærket regulering, er nødvendigt. Anvendelsen af CCP'er er vokset betydeligt, og der ses en øget frivillighed i brugen af central clearing, hvilket kan begrundes i de mange fordele, clearing bringer med sig,[60] herunder bl.a. minimering af parternes risici, hvilket kapitel 4 også kommer nærmere ind på.

2.5.2 Tilsynet med CCP'er

Strukturen omkring tilsynet med aktører på det finansielle område i EU varierer fra marked til marked og afgøres også ud fra type og risiko af finansielle instrumenter og udbydere af finansielle tjenesteydelser. I udgangspunktet kan man sige, at ansvaret for tilsynet med de finansielle aktører på markederne hviler på nationale kompetente myndigheder. Hertil er der så en række undtagelser, hvor ansvaret i visse tilfælde er centraliseret og pålagt europæiske

[59] MiFIR betragtning 48.
[60] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 3.

tilsynsmyndigheder, hvilket synes at være en tendens, som er i fortsat udvikling. Hvad angår f.eks. transaktionsregistre og kreditvurderingsbureauer, er disse underlagt direkte tilsyn fra ESMA, jf. EMIR's bestemmelser herom. Det betyder, at hvis en virksomhed af ovennævnte type ønsker at udbyde ydelser i Unionen, kræver det dels registrering hos ESMA, såvel som der er en række krav, der skal overholdes for at drive denne form for virksomhed. Aktører fra tredjelande, der ønsker at udbyde tjenesteydelser i Unionen, er ligeledes underlagt en række strenge krav til registrering og drift.

Kommissionen offentliggjorde i juni 2017 et forslag[61] til ændring af EMIR samt til Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (EU) nr. 1095/2012 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (ESMA-forordningen). Ændringsforslaget tildeler ESMA væsentligt mere ansvar og tager sigte på CCP'er, herunder både EU-CCP'er og tredjelands-CCP'er. Forslaget viser en generel tendens til at centralisere tilsyn med finansielle markeder, og årsagen herfor kan begrundes i, at CCP'er har fået væsentlig større betydning, såvel som CCP-aktiviteten siden vedtagelsen af EMIR er vokset betydeligt både i Unionen og på verdensplan.

På nuværende tidspunkt varetages tilsynet med EU-CCP'er af nationale tilsynskollegier, ESMA, medlemmer fra Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) og andre relevante myndigheder, i henhold til Afsnit III i EMIR. Hvad angår CCP'er etableret i tredjelande, kan de kun levere clearingydelser til clearingmedlemmer eller handelspladser, som er etableret i Unionen, såfremt tilsynsregimet i det pågældende tredjeland er ækvivalent med de krav, der er fastsat i EMIR, og samarbejdsordninger skal endvidere være indgået mellem Kommissionen og tredjelandet, såvel som en CCP også skal være godkendt i tredjelandet, jf. EMIR's bestemmelser herom i artikel 25. I Kommissionens ændringsforslag bliver det bl.a. foreslået, at registrering af EU-CCP'er, som på nuværende tidspunkt udelukkende bliver foretaget af nationale kompetente myndigheder, i fremtiden skal ske i

[61] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

samarbejde med ESMA, og at tilsynskollegiet skal ledes af formanden for CCP-eksekutivsamlingen - et ledelsesorgan, der oprettes under ESMA. Nationale kompetente myndigheder vil fortsat bære ansvaret for tilsynet med EU-CCP'er, men ved visse afgørelser kræves forudgående samtykke fra ESMA. Derimod forholder det sig noget anderledes ved tilsynet med tredjelands-CCP'er. Kommissionen vil fortsat have ansvaret for at vurdere, ved hjælp af ækvivalensafgørelser, om et tredjelands retlige og tilsynsmæssige rammer opfylder kravene i EMIR. Derudover vil ESMA få til opgave at overvåge regulerings- og tilsynsmæssige udviklinger i tredjelande, som allerede er godkendt som følge af en ækvivalensafgørelse. Endvidere skal mere omfattende oplysninger leveres til ESMA i forbindelse med registrering af tredjelands-CCP'er. Forslaget lægger op til en inddeling af CCP'er i forskellige klasser, således at der differentieres mellem ikke systemisk vigtige tredjelands-CCP'er (tier 1) og systemisk vigtige tredjelands-CCP'er (tier 2), og ESMA skal således have beføjelse til at klassificere tredjelands-CCP'er. Klassificeringen vil være afgørende for, hvilke tilsynsmæssige rammer de pågældende CCP'er bliver underlagt. Det vil være op til ESMA at vurdere, hvilken klasse en tredjelands-CCP falder under. Tier 1 CCP'er vil være underlagt det nuværende tilsynsregime for tredjelands-CCP'er, hvor der tildeles ESMA visse nye kompetencer, hvorimod der vil være en række yderliger betingelser for, at en klassificeret tier 2 tredjelands-CCP kan blive anerkendt til at levere clearingserviceydelser eller andre aktiviteter i Unionen. Forslaget tildeler ESMA beføjelser til at føre tilsyn med anerkendte tier 1- og tier 2-CCP'er fra tredjelande, herunder mulighed for undersøgelser af og kontrolbesøg ved tier 2-CCP'er, hvilket således skal bidrage til at sikre, at EMIR-kravene bliver overholdt af de pågældende tredjelands-CCP'er.[62]

2.6 Brexit og den finansielle sektor

2.6.1 Brexit

Den 23. juni 2016 besluttede Storbritannien gennem en folkeafstemning at forlade EU.[63] Dette er både en historisk begivenhed - da Storbritannien bliver det første land, der forlader EU - og det får et utal af konsekvenser for både Storbritannien såvel som for EU, herunder en række konsekvenser, som vi endnu ikke kender udfaldet af, og som kan være afhængige

[62] Ibid, Begrundelse, afsnit 5.
[63] Folketingets EU-Oplysning: http://www.eu.dk/da/aktuelt/aktuelle-temaer/brexit

af aftaler indgået mellem EU og Storbritannien. Selvom konsekvenserne for den finansielle sektor kun udgør én af brikkerne i det helt store Brexit-puslespil, hvor spørgsmål om grænsekontrol og andre socio-politiske forhold måske virker mere presserende, fokuserer nærværende fremstilling på nogle af de juridiske og økonomiske konsekvenser samt problemstillinger, som Brexit har for den finansielle sektor, herunder især hvad angår derivatmarkederne og brugen af central clearing for markedsaktører i EU.

Storbritanniens finansielle industri har stor indflydelse i hele EU, såvel som EU's indre markeds betydning for finansmarkederne i Storbritannien er enormt afgørende. EU tegner sig for godt og vel 25% af markedet for finansielle tjenesteydelser i Storbritannien - et marked, der spiller en stor rolle for landets økonomi.[64] At miste adgangen til at udbyde tjenesteydelser i Unionen - verdens næststørste marked for finansielle tjenesteydelser - er derfor af ganske omfattende betydning for Storbritannien, hvor britisk etablerede kapitalforvaltere, forsikrings- og pensionsselskaber er meget afhængige af adgangen til de finansielle markeder i EU, som er af stor betydning for selskabernes muligheder for finansiering af forpligtelser og risikohåndtering, hvilket er afgørende for økonomien i helt almindelige husstande. Når Storbritannien ikke længere er medlem af Unionen, betyder det samtidig, at aktører etableret i Storbritannien i udgangspunktet mister deres såkaldte 'passporting rights'. Omkring 35% af al aktivitet på markedet for finansielle tjenesteydelser i EU finder sted i Storbritannien. Som EU's finanscenter har branchen i Storbritannien udviklet ekstremt effektive og holdbare risikohåndteringsmekanismer, der er nødvendige i et moderne kapitalmarked. En opløsning af dette, vil kunne medføre seriøse forstyrrelser i markedet for finansielle tjenesteydelser og potentielt for hele EU's økonomi.[65]

2.6.2 Forhandlinger mellem EU og Storbritannien

Med det ovenfor anførte i baghovedet er der formentlig ikke den store tvivl om, at både Storbritannien og EU ønsker at finde de bedst tænkelige løsninger for de finansielle markeder, der kan sikre stabilitet m.v., men der er samtidig uenigheder om, hvad der potentielt fungerer som optimale løsninger, som begge parter kan stille sig tilfredse med, såvel som der er politiske interesser, der også skal varetages. Storbritannien gav før

[64] Alexander, Kern. Barnard, Catherine. Ferran, Eilís. Lang, Andrew & Moloney, Niamh; 2018; Brexit and Financial Services - Law and Policy; Oxford; Hart Publishing. Preface.
[65] Ibid.

forhandlingerne officielt blev skudt i gang den 19. juni 2017 udtryk for et ønske om en frihandelsaftale for varer og tjenesteydelser, herunder bl.a. for finansielle tjenesteydelser indeholdende mange af de samme fordele omkring det indre marked, som også gælder for medlemsstaterne, med en begrundelse om, at der ikke er meget mening i at starte helt fra bunden med at bygge fornuftige reguleringsmæssige rammer op, da Storbritannien og EU har være underlagt meget af den samme regulering i så mange år. Kommissionen og statsledere fra EU udtrykte samarbejdsvilje med et mål om at sikre brede aftaler, der skal skabe et fornuftigt samarbejde mellem EU og Storbritannien, bl.a. med fokus på at kunne håndtere problemer af global karakter, men lagde samtidig kraftig vægt på, at tredjelande ikke skal have de samme fordelagtige vilkår som andre EU medlemslande, herunder den samme finansielle stabilitet, såvel som et tredjeland, der ønsker at indtræde på EU's markeder, skal respektere de regulerings- og tilsynsmæssige rammer, der eksisterer i EU.[66] Storbritannien har lagt op til et brug af internationale standarder som målestok for godkendelsesprocedure af de regulerings- og tilsynsmæssige rammer i relation til gensidig markedsadgang, og dermed en afvigelse af EU's eksisterende regler for tredjelandes adgang til finansmarkederne i EU, hvilket bl.a. begrundes med, at der også er en klar interesse for EU i at få adgang til markederne i Storbritannien samt den eksisterende og veludviklede ekspertise i finansmarkederne. Samtidig ønsker Storbritannien et veletableret samarbejde mellem tilsynsmyndighederne, herunder fornuftige mekanismer til konfliktløsning som følge af forskellige reguleringsmæssige standarder, samt fastlagte bestemmelser, der skal fremtidssikre, at der ikke sker for store forstyrrelser af de finansielle markeder. Et brug af internationale standarder skulle bl.a. bane vejen for helt nye og bedre rammer for den globale brug af finansielle tjenesteydelser.[67]

Det er ikke noget nyt for EU and indgå i frihandelsaftaler, som giver en række fordele til et tredjeland. F.eks. har EU en frihandelsaftale med Ukraine, som muliggør adgangen til det indre marked for Ukraine, hvad angår finansielle tjenesteydelser. Aftalen giver Ukraine en række fordele, men det er også vigtigt at være opmærksom på, at aftalen sigter mod en potentiel fuld integration af Ukraine i EU på sigt, hvorfor der er klare politiske interesser i at muliggøre adgangen og den løbende integration i markedet, hvorimod Storbritannien jo

[66] Ibid p. 1-2.
[67] Ibid p. 8-9.

netop ønsker at forlade samarbejdet, hvilket ikke ligger i EU's interesse. Det er ligeledes væsentligt at pointere, at Storbritannien ikke ønsker at være underlagt ret mange regulatoriske krav i EU-sammenhæng, hvorfor Storbritannien f.eks. har været kritiske overfor en potentiel tilslutning af EØS- og EFTA-samarbejdet.[68] Hvis man ser på brugen af internationale standarder, har Kommissionen pointeret en række ulemper, herunder f.eks. ved brugen af af handelsaftaler baseret på WTO/GATS-standarder. Internationale handelslove og international finansiel regulering er udviklet uafhængigt af hinanden, hvor handelslove primært sigter mod at fjerne handelsbarrierer, modsat international finansiel lovgivning, der har som hovedformål at sikre den finansielle stabilitet.[69] Når man f.eks. ser på standarder udviklet af 'the International Organization of Securities Commissions' (IOSCO), der udvikler internationale standarder til brug for værdipapirmarkederne og fører tilsyn med disse, vil brugen af sådanne standarder, med mangel på andet, til at facilitere britiske investeringsselskabers adgang til det indre marked resultere i en for utilstrækkelig kvalitetssikring af Storbritanniens tilsynsregime, hvorimod EU's system med at kvalitetssikre tredjelandes regulerings- og tilsynsmæssige rammer ved hjælp af ækvivalensafgørelser har vist sig ganske effektivt.[70]

2.6.3 Post-Brexit scenarier

For at skabe et overblik over indvirkningerne af Brexit opstilles i nærværende afsnit tre potentielle scenarier for aftaler, der kan etableres mellem EU og Storbritannien, og som kan være helt afgørende for den fortsatte udveksling af ydelser mellem parterne. Scenarierne analyseres i det følgende kapitel 3 ud fra et juridisk perspektiv, og hvad de juridiske indvirkninger vil være for hvert enkelt scenarie. Kapitel 4 diskuterer mere i detaljen, hvad en overordnet fragmentering af markedet for central clearing kan have af indflydelse på derivatmarkederne ud fra et økonomisk perspektiv, og hvad man bør være opmærksom på i en økonomisk kontekst, hvor kapitel 5 inddrager politiske interesser og diskuterer væsentlige faktorer i relation til forskellige løsningsmodeller for en potentiel samarbejdsaftale, der i høj grad svarer til scenarierne præsenteret nedenfor.

[68] Ibid p. 10.
[69] Ibid p. 9-13.
[70] Ibid p. 22-23.

I en rapport udgivet af konsulentbureauet Oliver Wyman, Marsh & McLennan Companies tegnes et spektrum, der inddeler mulige udfald af Storbritanniens og EU's kommende samarbejde i hhv. 'high access', 'medium access' og 'low access', hvor den høje ende af spektret indebærer tæt på næsten fri adgang til markedet for finansielle tjenesteydelser for Storbritannien, og hvor den lave ende af spektret forudser en situation, hvor Storbritannien overgår direkte til at være et tredjeland uden nogle fordele som f.eks. ækvivalensafgørelser og passporting-rettigheder for tredjelandsvirksomheder - en slags "cliff edge"-situation for sidstnævnte.[71] Lignende scenarier sættes op straks nedenfor.

Scenarie 1 - høj markedsadgang:
EU og Storbritannien når frem til en løsning, hvor finansielle markedsaktører efter Brexit har passporting rights, og hvor Storbritanniens regulerings- og tilsynsmæssige rammer godkendes som ækvivalente, hvilket indebærer fuld adgang til det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Dette må umiddelbart ses som den mest fordelagtige situation for Storbritannien, der således indebærer, at finansielle institutioner etableret i Storbritannien fortsat kan levere ydelser i hele EU uden hindringer. Derimod kan der være politiske interesser i EU, der taler imod sådan en konstellation, såvel som der kan være juridiske udfordringer ved en sådan løsning.

Scenarie 2 - mellem markedsadgang:
Storbritannien overgår til at være et tredjeland, men opnår ækvivalens på områder, hvor regulering i overensstemmelse med EU allerede eksisterer - dvs. på områder hvor Storbritannien som tidligere medlemsstat allerede opfylder de samme krav ift. direktiver m.v. Derimod mister finansielle institutioner på visse områder deres passporting-rettigheder og må dermed ansøge om at få tilladelse til at udbyde tjenesteydelser i Unionen ved en formel godkendelsesproces for at opnå anerkendelse. Denne model bør have forskellige konstellationer, hvor visse aktører af f.eks. systemisk betydning (f.eks. CCP'er) bør, såfremt den retlige ramme i tredjelandet er tilstrækkelig, kunne opretholde sine passporting-rettigheder. En sådan situation kan dels ses som et kompromis, men kan samtidig være i både EU's og Storbritanniens interesse.

[71] Sants, Sir Hector. Austen, Matt. Naylor, Lindsey. Hunt, Patrick and Kelly, Dawn - Oliver Wyman; 2016; The Impact of the UK's exit - From the EU on the UK-based Financial Services Sector; Marsh & McLennan Companies.

Scenarie 3 - lav markedsadgang:

I denne ende af spektret er der tale om en situation, hvor Storbritannien overgår til at være et tredjeland, hvis retlige og tilsynsmæssige rammer ikke anerkendes som ækvivalente, og hvor der således heller ikke vil være adgang til de finansielle markeder i EU som følge af, at aktører ikke kan beholde sine passporting-rettigheder. Dette skaber en slags "cliff edge"-effekt, som betyder, at Storbritannien på ny skal have foretaget en ækvivalensafgørelse fra Kommissionen, hvilket kan forventes at tage ganske lang tid. Finansielle institutioner, herunder CCP'er, vil således ikke kunne ansøge om tilladelse til at udbyde tjenesteydelser i Unionen, før en sådan afgørelse er på plads. Dette vil have store økonomiske konsekvenser for Storbritannien, hvis adgang til EU-markederne er af stor betydning for landets økonomi som tidligere nævnt i nærværende kapitel. Det er potentielt også problematisk for EU, som ligeledes nyder godt af den finansielle sektor i Storbritannien, hvorfor parterne i et vist omfang må forventes indbyrdes at ønske en anden løsning, såvel som en fragmentering af markederne kan udgøre en trussel mod det finansielle system.

Nærværende kapitel har gennemgået den historiske udvikling i derivatmarkedet og sat scenen for Brexit og de mulige følger heraf. I det følgende kapitel 3 præsenteres og analyseres rammerne omkring lovgivningen på området for CCP'er og clearing af derivater mere dybdegående, og de potentielle outcomes for Brexit i markedet for central clearing af derivater i relation til de scenarier, der blev fremsat ovenfor, diskuteres og analyseres ud fra et juridisk perspektiv. Kapitel 4 indtager en økonomisk synsvinkel og inddrager betragtninger og analyser, der beskriver, hvorledes en fragmentering af markedet for central clearing af derivater potentielt kan påvirke markederne i en økonomisk kontekst. Kapitel 5 præsenterer reelle løsningsmodeller, som i et vist omfang kan sidestilles med scenarierne fremsat ovenfor, og sammenholder juridiske, økonomiske og politiske betragtninger for at komme med et bud på en realistisk løsning, der kan stille både EU og Storbritannien tilfredse.

Kapitel 3 - Juridiske udfordringer i markedet for central clearing af derivater som følge af Brexit

3.1 Indledning

Kapitel 2 beskrev og gennemgik derivatmarkedernes udvikling, betydning og omfang i Europa, herunder præsenterede læseren for Brexit-situationen i relation til de finansielle markeder, og redegjorde i denne kontekst for nogle af de udfordringer, der kan opstå for de finansielle markeder som følge af Brexit. Tre mulige scenarier for udfaldet af en aftale mellem EU og Storbritannien blev fremsat. Nærværende kapitels afsnit 3.2 introducerer læseren til EU's bestemmelser på området for tredjelands-CCP'er, da det er nødvendigt at kende omfanget af disse for at lave en fyldestgørende analyse af de konsekvenser og udfordringer, som Brexit fører med sig i relation til markedet for central clearing af derivater i Unionen. I afsnit 3.3 analyseres reglerne i en Brexit-kontekst i relation til de aftalescenarier, der blev fremsat i kapitel 2. Formålet er at give læseren et overblik over de ekstremt vanskelige juridiske udfordringer, der opstår i derivatmarkederne, herunder især markedet for central clearing, som følge af Storbritanniens udtræden af EU. Afsnit 3.4 fremhæver kort nogle af EU's betragtninger i forhold til gennemsigtighed i derivatmarkederne, som er helt afgørende for at stabilisere det finansielle system. I afsnit 3.5 konkluderes ud fra analysen af de fremsatte scenarier, hvilke juridiske udfordringer Brexit skaber i markedet for central clearing af derivater, såfremt en aftale, der afspejler ét af disse scenarier, etableres mellem parterne, såvel som fremstillingen kommer med bud på hvilket aftalescenarie, der er mest oplagt for EU og Storbritannien i en juridisk kontekst.

3.2 EU's tredjelandsbestemmelser for CCP'er

3.2.1 CCP'er efter Brexit

Når Storbritanniens exit fra Unionen officielt aktualiseres, er det helt afgørende for derivatmarkederne og den finansielle sektor i det hele taget, at EU og Storbritannien når til enighed om, hvorledes det fremtidige samarbejde skal etableres. Storbritanniens udtræden af Unionen betyder, at Lissabontraktaten ophører med at finde anvendelse på landet på datoen for udtrædelsesaftalens ikrafttræden, jf. artikel 50, stk. 3 i TEU, og Storbritannien overgår så fra at være et medlemsland af Unionen til at være et tredjeland. I henhold til TEU artikel 50, stk. 2 skal Unionen indgå en aftale med Storbritannien om de nærmere

betingelser for statens udtræden under hensyn til rammen for dens fremtidige forbindelser med Unionen. Nærværende afsnit introducerer EU's retlige ramme for tredjelands-CCP'er og fremhæver nogle af de juridiske konsekvenser, der opstår ved, at Storbritannien efter at have forladt Unionen kvalificeres som et tredjeland. Afsnittet har fokus på CCP'er og påvirkningen af CCP'er beliggende i Storbritannien post-Brexit.

En CCP fungerer som en infrastruktur, der skal mindske de systemiske risici i OTC-derivataftaler og beskrives mere dybdegående i kapitel 4. Under EMIR er en CCP defineret i art. 2, nr. 1) som *"en juridisk person, der intervenerer mellem modparterne i aftaler, som handles på et eller flere finansielle markeder, og bliver køber over for enhver sælger og sælger over for enhver køber"*. Ikke alle OTC-derivataftaler skal cleares gennem en CCP, men de derivatklasser, der er underlagt kravet, er reguleret af ESMA. Dette følger af art. 6, stk. 1 i EMIR, der bestemmer, at ESMA opretter, vedligeholder og ajourfører et offentligt register - et register, som identificerer de OTC-derivatklasser, der er omfattet af clearingforpligtelsen. Endvidere for at være omfattet af clearingforpligtelsen skal den specifikke OTC-derivataftale opfylde betingelserne, der er opstillet i artikel 4 i EMIR.

For at få tilladelse til at drive en CCP skal den pågældende juridiske person, der er etableret i Unionen, ansøge om dette hos den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor den er etableret. Dette vil være tilfældet for juridiske personer fra Storbritannien før datoen for Brexits reelle ikrafttrædelse. Men når Storbritannien praktisk set forlader Unionen, vil CCP'er i Storbritannien potentielt ikke være registreret i Unionen, da landet udtræder af Unionen og umiddelbart må anses for at være et tredjeland. Således bliver det ESMA, der skal anerkende de CCP'er, der stadig ønsker at levere clearingydelser til Unionen, jf. art. 25, stk. 1 EMIR. Dette er ikke helt irrelevant, da det estimeres, at over 90 % af clearing af euro-denominerede derivattransaktioner foregår hos LCH Ltd (LCH) i London.[72] Udover LCH er der to andre CCP'er, der er etableret i Storbritannien, og i alt er der registreret 16 CCP'er i Unionen.[73] Der er umiddelbart to løsninger på ovennævnte problem. Den ene er at flytte CCP'er fra Storbritannien til EU27. Den anden er, at CCP'er, der er registreret i Storbritannien post-Brexit, må ansøge om at blive godkendte tredjelands-CCP'er.

[72] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017. p. 11.
[73] ESMA; Last update 18 January 2018; List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union; ESMA70-148-523 (2018).

3.2.2 Anerkendelse af tredjelands-CCP'er

For at en CCP, der er lokaliseret i Storbritannien, kan blive anerkendt som en tredjelands-CCP efter Brexit, hvor den stadig ønsker at levere clearingydelser til clearingmedlemmer eller handelspladser, der er etableret i Unionen, skal en række krav være opfyldt. Dette er reguleret af EMIR, afsnit 3, kapitel 4 og Kommissionens delegerede forordning nr. 153/2013 af 19. december 2012[74], kapitel 2. Analysen vil ligeledes have fokus på Kommissionens forslag til ændring af EMIR, som er introduceret ovenfor i afsnit 2.5.2, da dette, såfremt forslaget vedtages, får indflydelse på de krav, der bliver stillet tredjelands-CCP'er, som ønsker at blive anerkendt i Unionen. Forslaget antages at træde i kraft før Storbritanniens officielle udtræden af Unionen og er derfor af ikke uvæsentlig betydning for analysen.

Positiv ækvivalensafgørelse af et tredjeland

For at en CCP kan ansøge om at få tilladelse til at levere clearingydelser i Unionen, skal tredjelandet, hvor CCP'en er etableret, opnå det, der kan kaldes en "positiv" ækvivalensafgørelse, hvilket følger af EMIR art. 25, stk. 2, litra a. Kommissionen skal på dette punkt vedtage en gennemførelsesretsakt, jf. EMIR art. 25, stk. 2, litra a. Denne gennemførelsesretsakt kan vedtages i henhold til proceduren i artikel 5 i forordning nr. 182/2011[75], og selve proceduren for retsakten, og hvordan det pågældende udvalg er sammensat, vil ikke gennemgås yderligere i nærværende afhandling. Denne gennemførelsesretsakt skal konstatere, at *"[...] et tredjelands retlige og tilsynsmæssige rammer sikrer, at CCP'er, der er meddelt tilladelse i det pågældende tredjeland, opfylder retligt bindende krav, som er ækvivalente med de krav, der er fastsat i afsnit IV i denne forordning, at disse CCP'er til enhver tid er underlagt effektivt tilsyn og håndhævelse i det pågældende tredjeland, og at de retlige rammer i det pågældende tredjeland indeholder et effektivt ækvivalent system for anerkendelse af CCP'er, der har tilladelse i henhold til det retlige system i tredjelande".*[76] For at opnå en positiv ækvivalensafgørelse er det en forudsætning, at tredjelandet har foranstaltninger, som sikrer, at CCP'er registreret i tredjelandet opfylder de retlige bindende krav fastsat i afsnit IV i EMIR, der ligeledes gælder

[74] Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 153/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for krav for centrale modparter.
[75] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 182/2011 af 16. februar 2011 om de generelle regler og principper for, hvordan medlemsstaterne skal kontrollere Kommissionens udøvelse af gennemførelsesbeføjelser.
[76] EMIR art. 25, stk. 6.

for CCP'er i Unionen. De retlige bindende krav i afsnit IV vil ikke blive behandlet nærmere i nærværende fremstilling. Endvidere skal CCP'er, der ønsker at udbyde clearingservices, opnå en tilladelse i det pågældende tredjeland, såvel som tredjelands-CCP'er skal være underlagt et effektivt tilsyn og håndhævelse, hvilket skal sikre fuld overensstemmelse med de gældende tilsynskrav i tredjelandet, jf. EMIR art. 25, stk. 2, litra b. Storbritannien opfylder naturligvis på nuværende tidspunkt de krav, der stilles, for at opnå en positiv ækvivalensafgørelse, men dette er udelukkende vurderet ud fra et pre-Brexit-scenarie. Årsagen til, at de opfylder disse krav, er, at de som et EU-medlemsstat er underlagt Unionens retsakter på området fuldt ud. Problemet opstår post-Brexit, hvor Storbritannien ikke nødvendigvis har udviklet tilstrækkelige retlige og tilsynsmæssige rammer som følge af, at Storbritannien som tredjeland ikke længere vil være underlagt Unionens retsakter, herunder f.eks forordninger, som ikke er indarbejdet i national lovgivning. Storbritannien bør være opmærksomme på dette problem post-Brexit og derfor sørge for at etablere rammer, der tilsvarer Unionens, således at de kan opnå en positiv ækvivalensafgørelse. Det kan i denne sammenhæng være en fordel at blive enige om en overgangsperiode, således at Storbritannien har tilstrækkeligt med tid til at kunne tilpasse sine retlige rammer iht. EU's krav herom.

I Kommissionens forslag til ændring af EMIR ønsker Kommissionen fortsat at gøre brug af ækvivalensafgørelser i relation til tredjelande. Forslaget bekræfter dog, at Kommissionen kan lade en ækvivalensafgørelse omfatte af yderligere betingelser. Dette indebærer, at Kommissionen om nødvendigt ved hjælp af en delegeret retsakt præciserer de kriterier, der skal anvendes ved ækvivalensafgørelsen, hvilket følger af forslagets art. 2, stk. 9, litra e, der vil ændre i EMIR art. 25, stk. 6 og indføre stk. 6a. Derudover skal der tilføjes et nyt stk. 6b, som skal give ESMA til opgave at overvåge den regulerings- og tilsynsmæssige udvikling i de tredjelands-CCP-ordninger, som Kommissionen har anerkendt som ækvivalente, og ESMA skal forelægge en fortrolig rapport hvert år til Kommissionen om udviklingen på regulerings- og tilsynsområdet, jf. forslagets art. 2, stk. 9, litra e.

Samarbejdsordning

Udover ovennævnte krav skal der også være etableret en samarbejdsordning mellem ESMA og den relevante kompetente myndighed i det pågældende tredjeland, i henhold til EMIR

art. 25, stk. 7, jf. art. 25, stk. 2, litra c. Dette betyder, at den relevante kompetente myndighed ligeledes skal anerkendes som værende ækvivalent med de ovenfor anførte punkter. Aftalerne, der tilsammen udgør denne samarbejdsordning, skal som minimum præcisere følgende: Mekanismen for udveksling af oplysninger mellem ESMA og de kompetente myndigheder, hvilket medfører adgang til alle oplysninger, som ESMA har anmodet om, jf. EMIR art. 25, stk. 7, litra a; Mekanismen for øjeblikkelig underretning af ESMA, når den kompetente myndighed skønner, at en CCP overtræder betingelserne for dens tilladelse eller anden lovgivning, jf. EMIR art. 25, stk. 7, litra b; Mekanismen for øjeblikkelig underretning af ESMA fra den kompetente myndighed, når en CCP har fået tilladelse til at levere clearingydelser til clearingmedlemmer eller kunder, der er etableret i Unionen, jf. EMIR art. 25, litra c; samt procedurer for koordination af tilsynsaktiviteterne, herunder kontrolbesøg, jf. EMIR art. 25, stk. 7, litra d.

Høring af omhandlende myndigheder

Før ESMA kan anerkende en CCP etableret i et tredjeland, skal ESMA foretage en høring af de omhandlende myndigheder, jf. EMIR art. 25, stk. 2. Dette gøres i forbindelse med vurderingen af, om de ovenfor nævnte betingelser er opfyldt, jf. EMIR art. 25, stk. 3. ESMA hører derfor i) de kompetente myndigheder i den eller de medlemsstat(er), hvor den pågældende CCP leverer eller agter at levere clearingydelser, jf. EMIR art. 25, stk. 3, litra a, ii) de kompetente myndigheder, der er ansvarlige for tilsynet med den pågældende CCP's clearingmedlemmer, som er etableret i de tre medlemsstater, som CCP'en forventer vil yde de samlet set største bidrag til CCP'ens misligholdelsesfond, jf. EMIR art. 25, stk. 3, litra b, iii) de kompetente myndigheder, der er ansvarlige for tilsynet med handelspladser i Unionen, og som den pågældende CCP serviceres eller skal serviceres af, jf. EMIR art. 25, stk. 3, litra c, iv) de kompetente myndigheder, der fører tilsyn med CCP'er, som er etableret i Unionen, med hvilke der er etableret interoperabilitetsordninger, jf. EMIR art. 25, stk. 3, litra d, v) de relevante medlemmer af ESCB i de medlemsstater, hvor den pågældende CCP leverer eller agter at levere clearingydelser, herunder de relevante medlemmer af ESCB med ansvar for overvågning af CCP'er, med hvilke der er etableret interoperabilitetsordninger, jf, EMIR art. 25, stk. 3, litra e samt vi) de centralbanker, der udsteder de mest relevante EU-valutaer for de finansielle instrumenter, der er er clearet eller skal cleares, jf. EMIR art. 25, stk. 3, litra f.

3.2.3 Ny klassificering af tredjelands-CCP'er

Som nævnt i afsnit 2.5.2 lægger forslaget op til en inddeling af CCP'er i forskellige klasser. "Tier 1"-kategorien afspejler de ikke systemisk vigtige tredjelands-CCP'er og "tier 2" de systemisk vigtige tredjelands-CCP'er. Det foreslås derfor af Kommissionen, at ESMA, når den behandler ansøgninger om anerkendelse, tager hensyn til omfanget af den systemiske risiko. Som eksempel vil en lille tredjelands-CCP, der kun clearer et begrænset antal aftaler, give anledning til færre betænkeligheder og udgøre en mindre risiko for Unionens finansielle system.[77] En "tier 1-CCP" er altså ikke systemisk vigtig og det formodes ikke, at den bliver systemisk vigtig, jf. forslagets art. 2, stk. 9, litra a. For at ESMA kan kvalificere en tredjelands-CCP som en "tier 2-CCP", har forslaget opstillet fire objektive kriterier. Disse foreslås til at udgøre et nyt stk. 2a i artikel 25 i EMIR, jf. forslagets art. 2, stk. 9, litra b. For det første skal ESMA vurdere arten, omfanget og kompleksiteten af CCP'ens virksomhed, og for det andet den indvirkning, som det, at en CPP bliver nødlidende, eller at dens aktiviteter bliver udsat for en forstyrrelse, har på finansielle markeder, institutter eller det finansielle system som helhed eller på den finansielle stabilitet i Unionen eller på en eller flere af dens medlemsstater. For det tredje skal ESMA vurdere strukturen af CCP'ens clearingmedlemskab og for det fjerde CCP'ens forhold, herunder de indbyrdes afhængighedsforhold eller andre interaktioner med andre finansielle markedsinfrastrukturer, andre institutter og det finansielle system som helhed. Herefter foreslås det ligeledes, at Kommissionen selv skal præcisere disse kriterier yderligere i en delegeret retsakt senest 6 måneder efter forordningens vedtagelse, jf. forslagets art. 2, stk. 9 litra b, 2. afsnit. Endvidere foreslås det, at hvis en mulig tredjelands-CCP skal anerkendes som en "tier 2-CCP", skal den opfylde en række yderligere betingelser, hvilket begrundes i, at betingelserne afspejler de yderligere betænkeligheder, der opstår med hensyn til den finansielle stabilitet i Unionen og i én eller flere af medlemsstaterne. Nuværende tredjelands-CCP'er, som er anerkendt af ESMA, vil som udgangspunkt være kategoriseret som tier 1-CCP'er, indtil ESMA har afgjort, om disse tredjelands-CCP'er bør kategoriseres som tier 2-CCP'er.[78]

[77] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 25.
[78] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 26.

For at blive anerkendt som tredjelands-CCP, skal betingelserne fra den nugældende EMIR art. 25, stk. 2, litra a-d, stadig være opfyldte. De nye betingelser er nævnt i forslagets art. 2, stk. 9, litra b, 3. afsnit og skal indsættes som stk. 2b til EMIR art. 25. Alle betingelser er desuden kumulative og skal altså være opfyldt i sin enkelthed. De nye betingelser indebærer, at CCP'en på tidspunktet for anerkendelse opfylder de kapitalkrav, der følger af EMIR art. 16, de organisatoriske krav, bestemmelserne om god forretningsskik, tilsynskravene og beregning og indberetning i EMIR afsnit IV og reglerne om interoperabilitetsordninger i EMIR afsnit V, og betingelserne skal ligeledes overholdes efterfølgende. Derudover skal den udstedende centralbank bekræfte over for ESMA, at CCP'en opfylder alle krav i forbindelse med udførelsen af deres pengepolitiske opgaver. CCP'en skal endvidere give sit ubetingede skriftlige samtykke til ESMA underskrevet af CCP'ens retlige repræsentant, til inden for 72 timer efter anmodningen fra ESMA at fremlægge alle dokumenter, optegnelser, oplysninger og data, som er i den pågældende CCP's besiddelse, og samtidig give adgang for ESMA til samtlige forretningslokaliteter samt en begrundet juridisk udtalelse fra en uafhængig juridisk ekspert, der bekræfter, at samtykket er gyldigt og retskraftigt. CCP'en skal have indført alle nødvendige foranstaltninger og procedurer, der skal sikre faktisk opfyldelse af de ovenstående betingelser. Til sidst er det en forudsætning, at Kommissionen ikke har vedtaget en gennemførelsesretsakt, der bestemmer, at betingelserne for den pågældende CCP ikke er tilstrækkelige til at sikre den finansielle stabilitet i Unionen, og CCP'en således ikke kan anerkendes. Hjemlen til at vedtage disse gennemførelsesretsakter indsættes som et nyt stk. 2c i EMIR art. 25. Overvejelserne fra Kommissionens side går på, at den stigende koncentration af clearingydelser i et mindre antal globale CCP'er gør, at udvalgte CCP'er kan have en særlig stor systemisk betydning for EU's finansielle system. Selv en fuldstændig anvendelse af EMIR-forordningen menes ikke at være tilstrækkelig, og CCP'en må så som sidste udvej etablere sig i en medlemsstat, hvis den stadig ønsker at levere clearingydelser i Unionen.[79] Denne sidstnævnte CCP, der menes at have særligt stor systemisk betydning, og som derfor ikke bør anerkendes som en tredjelands-CCP, men derimod bør flyttes inden

[79] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 27.

for EU's område, kategoriseres for overblikkets skyld i denne fremstilling som en "tier 3"-CCP - altså en CCP, der er af ekstraordinær systemisk vigtighed for det finansielle system, hvorfor den ikke bør kunne operere uden for Unionen ved clearing af handler med modparter inden for Unionen.

Kommissionen foreslår endvidere et system, der skal indføres for at mindske dobbelt anvendelse af regler og krav. Formålet med dette er at sikre, at de ovenfor gennemgåede krav anvendes på en forholdsmæssig måde. Derfor kan tredjelands-CCP'er fortsat henholde sig til sit eget lands regler og krav i visse tilfælde. Dette nye system bygger på en sammenlignelig overholdelse, hvor tredjelands-CCP'en kan anmode ESMA om at sammenligne EMIR's krav og EU's tilsynsmæssige standarder for CCP'er med tredjelandets. Hvis ESMA anerkender, at resultatet af anvendelsen af nogle af eller alle de eksisterende krav og den tilsvarende tilsynsmæssige håndhævelse i det anmodende tredjeland er sammenligneligt med resultatet af anvendelsen af EMIR, kan tilsvarende bestemmelser i EMIR undlades at blive anvendt. Dette formodes at begrænse unødige byrder væsentligt, og den simple procedure er i overensstemmelse med FSB's standarder og ligner et tilsvarende system, der bruges af de amerikanske myndigheder. Denne bestemmelse skal indsættes som en ny art. 25a i EMIR, og følger af ændringsforslagets art. 2, stk. 10. Denne procedure kunne muligvis være anvendelig for Storbritannien, men forudsætter dog, at Storbritannien former sine retlige rammer på præcis samme måde, som det reguleres i EMIR.

3.2.4 Tilsyn med tredjelands-CCP'er

I den nugældende EMIR-forordning, er det primært tredjelandenes kompetente myndigheder, der fører tilsyn med den anerkendte tredjelands-CCP'er. Dette følger bl.a. af EMIR art. 25, stk. 2, litra b. I ændringsforslaget til EMIR foreslår Kommissionen at styrke tilsynet med tredjelands-CCP'er ved, at ESMA's beføjelser udvides. Dette betyder, at ESMA skal kunne reagere på manglerne i gennemførelsen af EMIR's ordning for ækvivalens og anerkendelse af tredjelands-CCP'er. Således kan ESMA få lettere adgang til oplysninger fra en CCP, foretage kontrolbesøg hos CCP'en og udveksle oplysninger med de andre relevante myndigheder. Forslaget til en ny art. 25b, skal hjælpe ESMA med at få indsigt i CCP'ers praksis og/eller tilpasninger af risikostyringsmodeller, da dette ellers kan have store

konsekvenser for Unionens finansielle stabilitet. Derfor skal tier 2-CCP'er hvert år bekræfte, at de fortsat opfylder de stillede krav. Ligeledes foreslås det, at ESMA foretager vurderinger af de anerkedte CCP'ers modstandsdygtighed over for ugunstige markedsudviklinger. Således kan ESMA hele tiden vurdere, hvorvidt CCP'erne er stærke nok til at modstå økonomiske ubalancer. Med disse tilsynsmæssige forslag tages der ligeledes højde for risikoen for, at ændringer i reglerne for CCP'er og/eller regelsættet i et tredjeland kan have en negativ effekt for de reguleringsmæssige eller tilsynsmæssige resultater. Derfor ønskes der lige vilkår for EU-CCP'er og tredjelands-CCP'er, da der ellers vil være en væsentlig sandsynlighed for regel- og tilsynsarbitrage.[80] Dette er en meget EU-hensynsfuld tankegang baseret på fair konkurrence, hvilket tyder på, i sammenhæng med de andre forslag, at Unionen ønsker en mere dybdegående regulering af EU-CCP'er samt tredjelands-CCP'er.

I forlængelse af tilsynet med tredjelands-CCP'er foreslår Kommissionen i ændringsforslagets art. 2, stk. 9, litra c at indsætte en præcisering af ESMA's tilsyn ved at tilføje en sætning om, at ESMA mindst hvert andet år foretager en revision af anerkendelsen af en tredjelands-CCP, der har udvidet sine aktiviteter og tjenesteydelser i Unionen, dette er en ændring til EMIR art. 25, stk. 5. For at styrke tilsynet yderligere foreslås det ligeledes, at der stilles højere krav til samarbejdsordningerne i EMIR art. 25, stk. 7. Dette betyder, at der skal aftales en procedure for koordination af tilsynsaktiviteterne, med fokus på ESMA's mulighed for at foretage undersøgelser og kontrolbesøg hos den kompetente myndighed. Endvidere skal nødvendige procedurer for en effektiv overvågning af udviklingen på regulerings- og tilsynsområdet i et tredjeland aftales, jf. Forslagets art. 2, stk. 9, litra g. Der ændres dermed på EMIR art. 25, stk. 7, litra d og tilføjes et efterfølgende litra e. Dette følger ligeledes Unionens mål om at have tættere tilsyn med tredjelands-CCP'er og deres kompetente myndigheder og er et forsøg på at undgå en form for regel- eller tilsynsarbitrage, hvor et tredjeland udvikler sig til at differentiere sine regler og/eller tilsyn for at opnå en uligevægt på markedet, som er stridende med Unionens ønsker.

[80] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 27.

I forslagets artikel 2, stk. 10 fremsættes nye artikler 25a til 25n. Dette gøres for at give ESMA nye beføjelser til at føre tilsyn, for at styrke overvågningen og håndhævelsen. ESMA har således ret til at anmode om fremlæggelse af alle de oplysninger, der er nødvendige, jf. artikel 25c. Desuden kan ESMA, gældende for tier 2-CCP'er, kræve, at CCP'en underkaster sig generelle undersøgelser. Disse undersøgelser kan omfatte en række bredtfavnende undersøgelser om CCP'ers relevante data og procedurer, personlige interviews med enhver juridisk eller fysisk person, med det formål at indsamle oplysninger om undersøgelsens genstand, herudover også at anmode om oplysninger om telefonsamtaler og datatrafik, jf. art. 25d. Som tidligere anført foreslår Kommissionen, at ESMA kan foretage kontrolbesøg hos tier 2-CCP'er. Dette vil blive hjemlet i art. 25e. Kontrolbesøget skal være underrettet de kompetente myndigheder forinden. Der lægges endvidere op til, at der ved konstaterede overtrædelser kan gives bøder og i nogle tilfælde tvangsbøder til CCP'er i henhold til de nye indsatte artikler 25f-25h.

Forslaget indsætter ligeledes en bestemmelse om tilbagetrækning af en tredjelands-CCP's anerkendelse, hvilket fremgår af artikel 25m. Bestemmelsen opstiller en række betingelser for, hvornår en anerkendelse skal trækkes tilbage, herunder hvis anerkendelsen ikke bliver brugt i en periode på 6 måneder; hvis opnåelsen af anerkendelsen er sket på grundlag af urigtige erklæringer eller på anden uretmæssig vis; hvis tredjelands-CCP'en ikke længere opfylder betingelserne for anerkendelse; eller hvis tredjelandets positive ækvivalensafgørelse trækkes tilbage, bliver suspenderet; eller hvis et af de tilknyttede krav ikke længere er opfyldt. Kommissionen foreslår endvidere at tildele ESMA en række tilsynsforanstaltninger, således at ESMA kan afgøre, om der i det konkrete tilfælde skal pålægges bøde, udstedes en offentlig meddelelse, tilbagetrækkelse en anerkendelse, eller om overtrædelsen 'bare' bringes til ophør, i henhold til ny artikel 25n.

3.2.5 Kapitalkrav

Som anført ovenfor skal både EU-CCP'er og tredjelands-CCP'er opfylde kapitalkravene i EMIR's art. 16. Det betyder således også, at UK-CCP'er, der på nuværende tidspunkt er registreret i EU, er underlagt disse kapitalkrav og derfor ikke vil have de store problemer med at opfylde kravene som tredjelands-CCP'er.

Kapitalkravene er dog vigtige for sikkerheden i hele det finansielle marked i forbindelse med, at CCP'er har den likvide beholdning til at modstå økonomiske usikkerheder. Den anmodende CCP skal derfor have en permanent og separat startkapital på mindst 7,5 mio. EUR, jf. EMIR art. 16, stk. 1. Herudover skal CCP'ens kapital, herunder tilbageholdt overskud og reserver, stå i et rimeligt forhold til den risiko, der hidrører fra dens aktiviteter. Således skal CCP'en til enhver tid være tilstrækkelig til at sikre en velordnet afvikling eller omstrukturering af aktiviteterne over en passende periode, jf. art. 16, stk. 2. Med hjemmel i EMIR art. 16, stk. 3, 3. afsnit, har Kommissionen vedtaget en delegeret forordning[81] om de tekniske standarder for kapitalkrav. Især er det interessant at kigge på art. 2, der omhandler kapitalkrav i forbindelse med afvikling eller omstrukturering, hvilket kunne vedrøre CCP'er, der er etableret i UK, og som post-Brexit muligvis er tvunget til at afvikle deres aktiviteter. CCP'er skal dividere de årlige bruttodriftsudgifter med tolv, og herefter opnås de månedlige bruttodriftsudgifter, som skal ganges med perioden for afvikling eller omstrukturering. Resultat er således den krævede kapital, som skal sikre en velordnet afvikling eller omstrukturering af CCP'ens aktiviteter, jf. art. 2, stk. 1. Det kan imidlertid være svært at fastlægge perioden for afvikling eller omstrukturering. CCP'en skal selv angive et skøn over den passende længde, som så skal godkendes af den kompetente myndighed. Perioden for afvikling eller omstrukturering skal være tilstrækkelig til at sikre perioden velordnet. Den periode, der anvendes til beregning, kan mindst være seks måneder, jf. art. 2, stk. 2. Således sikrer Unionen, at både EU-CCP'er og tredjelands-CCP'er altid overholder disse kapitalkrav. Med de foreslåede stramninger for tilsynet, der er behandlet ovenfor, er det ligeledes nemmere for ESMA at opfange CCP'er, der står over for økonomiske kriser. Anerkendelse af en CCP kan på denne baggrund blive trukket tilbage. Reguleringen må derfor antages at være nødvendig for at kunne sikre EU's finansielle stabilitet.

3.2.6 Formålet med "EMIR II"

Der er bred enighed om blandt EU-institutionerne og markedsaktører, at den nugældende EMIR ikke er tilstrækkelig til at kunne etablere et effektivt løbende tilsyn med især tredjelands-CCP'er, der er blevet anerkendt.[82] EU-myndigheder, herunder især ESMA, har

[81] Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 152/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for kapitalkrav til CCP'er.

[82] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af

ikke tilstrækkelig adgang til informationer fra tredjelands-CCP'er. ESMA oplever ligeledes problemer med at foretage de nødvendige kontrolbesøg og desuden også med at kunne udveksle oplysninger med andre relevante EU-myndigheder. Der vurderes derfor at være sandsynlighed for, at der ikke føres tilstrækkeligt tilsyn med og kontrol over tredjelands-CCP'ers praksis og/eller tilpasninger af risikostyringsmodeller, hvilket potentielt kan have alvorlige følger for den finansielle stabilitet, hvilket erfaringer fra Finanskrisen i 2008 også viser. Især med tanke på, at en af de største CCP'er (LCH) muligvis på sigt skal kategoriseres som en tredjelands-CCP, hvorfor der er stor risiko for, at mange af clearingerydelserne inden for Unionen rykkes ud af EU, hvor de således er uden for EU's jurisdiktion. Det er derfor helt essentielt med tanke på EU's finansielle stabilitet at kunne føre effektivt tilsyn med disse tredjelands-CCP'er, der kan få en meget central rolle for Unionens clearingmarked. Desuden vil de nuværende utilstrækkelige tilsynsmæssige rammer kunne medføre, at en evt. opstået regel- eller tilsynsarbitrage ikke vil blive opdaget. Den ulige skævvridning af markedet, som en arbitrage højst sandsynligt vil få, kan have store konsekvenser for den finansielle stabilitet.

Flere respondenter i høringen angående ændringsforslaget mente, at der under den nuværende EMIR-ordning muligvis er opstået arbitrage som følge af, at kravene for EU-CCP'er er strengere end kravene til tredjelands-CCP'er. ESMA fremhæver endvidere en yderst fleksibel tilgang over for tredjelands-CCP'er, hvilket afspejles i en tankegang om fuld tiltro og tillid til et tredjelandes regler og tilsynsmæssige aftaler.[83]

Nogle af forslagets vigtigste formål er at gøre tilsynet med CCP'er mere måleffektivt og omkostningseffektivt og endvidere at mindske den reguleringsmæssige byrde samt byrden for markedsdeltagernes ved at skulle overholde kravene. På den anden side må det dog alligevel anses for værende realistisk, at der kan være økonomiske startomkostninger ved tilføjelsen af de omfattende tilsynsmæssige rammer. Til trods for dette tyder erfaringerne fra krisen for små ti år siden på en fordelagtighed ved kriseforebyggelse via rammer for tilsyn, der bør være så effektive som muligt.[84] Fordelene ved at kunne centralisere tilsynsarbejdet

forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017, s. 12.
[83] Ibid s. 12.
[84] Ibid s. 16.

er, at der kan opstå stordriftsfordele på EU-plan og en mindskelse af behovet for dedikerede ressourcer på nationalt plan. Fordelene for de pågældende CCP'er er, at der kun bliver et enkelt kontaktpunkt for tilsyn, hvilket med al sandsynlighed må kunne nedbringe en del administrative omkostninger. På den anden vil der i visse tilfælde være flere administrative krav for at blive anerkendt, så selvom der kun er ét kontaktpunkt, er de administrative krav for den enkelte CCP blevet hævet. Det faktum, at næsten alle tilsynsbeføjelser angående tredjelands-CCP'er flyttes til ESMA fra de pågældende tredjelande, vil betyde en væsentlig større arbejdsbyrde. Det er derfor ikke en fjern tanke, at omkostningerne ved tilsyn af tredjelands-CCP'er generelt vil stige for Unionen. Omkostningerne for allerede anerkendte tredjelands-CCP'er samt CCP'er med potentiale for anerkendelse vil derimod være mere uforudsigelige, da tilsynet i et væsentligt omfang er centraliseret til én myndighed, men der vil samtidig blive stillet højere krav til de enkelte CCP'er og en række yderligere betingelser, der med stor sandsynlighed kan øge transaktionsomkostninger for parterne. Helt specifikt har Kommissionen selv fremlagt de anslåede virkninger på baggrund af forslaget angående Unionens udgifter. Som tidligere beskrevet vil ESMA få yderligere tilsynsopgaver, hvis ændringsforslaget vedtages. Dette vil medføre, at ESMA skal bruge flere midlertidige medarbejdere på området for tilsynet med tredjelands-CCP'er. Det foreslås samtidig, at ESMA får en række yderligere opgaver på andre områder end CCP'er, hvorfor der må forventes en række yderligere omkostninger til myndigheden, der således samlet set får behov for væsentligt flere ressourcer.[85] Kommissionen fremhæver dog, at finansiering af disse nye medarbejdere vil blive finansieret af gebyrer fra industrien. Derfor vil udvidelsen ikke have nogen effekt på Unionens budget. Dog i en situation, hvor forslaget vedtages og træder i kraft medio 2018, vil det i bedste fald først være muligt at opkræve gebyrer et år efter. Derfor vil der være behov yderligere budgetmidler i den første periode. Senere gebyrer, som opkræves, vil potentielt også kunne dække udgifterne i den første periode, og

[85] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1093/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), forordning (EU) nr. 1094/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger), forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde, forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde, forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter, forordning (EU) 2015/760 om europæiske langsigtede investeringsfonde, forordning (EU) 2016/1011 om indeks, der bruges som benchmarks i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller med henblik på at måle investeringsfondes økonomiske resultater, og forordning (EU) 2017/1129 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, COM(2017) 536 final, Bruxelles, 20.9.2017.

gebyrerne vil således kunne benyttes til at tilbagebetale forskuddet, der er givet fra Unionens budget. Dette menes senest at kunne ske i 2020.[86]

Endvidere giver forslaget Unionens finansielle tilsynsmyndigheder bedre muligheder for at overvåge og begrænse risiciene i tilknytning til EU's eksponering for tredjelands-CCP'er. CCP'erne vil ligeledes blive mere modstandsdygtige, hvilket mindsker sandsynligheden for, at en CCP bliver nødlidende.

Som beskrevet tidligere er ét hovedfokus for EU-institutionerne i relation til den finansielle sektor lige nu at videreudvikle tankegangen omkring kapitalmarkedsunionen. Formålet med at ville styrke denne udspringer af Finanskrisen i 2008. Det må endvidere vurderes, at ændringsforslaget er en del af en længere politisk proces, der stemmer i tråd med den yderligere udvikling af EU's kapitalmarkeder. En højere tilsynsmæssig konvergens af tredjelands-CCP'er fra EU's side er ligeledes vigtig for kapitalmarkedet, hvor stærkere CCP'er, der kan modstå markedsmæssige svingninger, er helt afgørende for Unionen. I forlængelse af udviklingen af kapitalmarkedsunionen vil et større og mere likvidt marked medføre et øget pres på CCP'erne. Disse bør derfor i fremtiden være mere robuste og modstandsdygtige. Ud fra nævnte overvejelser synes Kommissionen at have en fremadtænkende og proaktiv tilgang, men samtidig er Unionen også presset til at handle med tanke på situationen omkring Brexit og den meget usikre fremtid, hvad angår CCP'er i Storbritannien, der lige nu har så stor en markedsandel.

Nærværende afsnit har introduceret en række tredjelandsbestemmelser i relation til markedet for central clearing af derivater og har lagt vægt på Kommissionens ændringsforslag til EMIR, der i høj grad kan få indflydelse post-Brexit på tredjelands-CCP'er, der ønsker at søge om tilladelse til at levere clearingydelser i Unionen, såvel som for tredjelandes kompetente myndigheder og deres tilsynspraksis. Bestemmelserne er ganske relevante for Storbritannien, der som følge Brexit overgår til at være et tredjeland, hvorfor CCP'er, der fortsat ønsker at levere clearingydelser i Unionen, må forventes at blive

[86] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017, s. 73.

underlagt EMIR's bestemmelser herom. Den endelige aftale mellem EU og Storbritannien er endnu uafklaret, hvorfor det ikke er muligt at give et præcist svar på, hvad de juridiske følger af Brexit bliver. Med ovennævnte betragtninger i baghovedet, kan man ud fra mulige aftalescenarier komme med bud på nogle af de juridiske udfordringer, der potentielt opstår post-Brexit. Afsnit 3.3 nedenfor tager udgangspunkt i tre forskellige opstillede aftalescenarier, og analyserer bl.a. på baggrund af ovennævnte bestemmelser scenarierne i en juridisk kontekst.

3.3 Potentielle scenarier for en aftale mellem EU og Storbritannien

3.3.1 Indledning: Aftale mellem EU og Storbritannien

I kapitel 2 blev tre potentielle og overordnede scenarier opstillet som mulige udfald af en aftale etableret mellem EU og Storbritannien angående Storbritanniens udtræden af Unionen. Nedenfor affattes en juridisk analyse af disse tre scenarier, der agter at fremhæve de problemstillinger samt fordele, som hvert scenarie fører med sig. Det første scenarie afspejler en aftale, som indbefatter høj markedsadgang, herunder positive ækvivalensafgørelser samt passporting-rettigheder til finansielle serviceudbydere. Andet scenarie beskriver en situation, hvor Storbritannien opnår en begrænset adgang til markedet i Unionen, herunder at landet er kendt ækvivalent i sine retlige og tilsynsmæssige regime på visse områder, hvor tilsvarende eller ens regulering allerede eksisterer, men hvor virksomheder i udgangspunktet ikke er anerkendt og derved ikke har passporting-rettigheder til at udbyde tjenesteydelser i Unionen. Det tredje og sidste scenarie beskriver en "no deal"-situation, hvor Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige regime ikke er godkendt som ækvivalent, og hvor de finansielle institutioner som følge heraf ikke får tildelt nogle passporting-rettigheder, hvorfor disse ikke må udbyde tjenesteydelser i Unionen før en sådan tilladelse er opnået, hvilket forudsætter, at en ækvivalensafgørelse er på plads.

3.3.2 Scenarie 1 - Høj markedsadgang

Såfremt Storbritannien og EU indgår en aftale, der inderbærer, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer får tildelt en positiv ækvivalensafgørelse f.eks. i henhold til artikel 25, stk. 6 i EMIR på området for tilsynet med tredjelands-CCP'er, og at CCP'er etableret i Storbritannien beholder deres passporting-rettigheder, er udfordringerne i markedet for clearing af derivater i udgangspunktet nogenlunde overskuelige, da det må forventes, at

igangværende kontraktforhold i så fald kan fortsætte uden større ændringer. Det er dog ganske usandsynligt, at en sådan aftale kommer på plads, da det formentlig ikke vil være i overensstemmelse med EU's politiske interesser, såvel som der kan være fare for, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer ikke er fuldt ud sammenlignelige med EU's regler på visse områder ved Storbritanniens reelle udtræden af EU. Rent juridisk opstår der i en sådan situation som denne i scenarie 1 i udgangspunktet ikke de store bekymringer eller komplikationer, hvad angår kontrakters kontinuitet. Der kan derimod være en række andre udfordringer af juridisk karakter.

Det kan være relevant at betragte Kommissionens ændringsforslag[87] til EMIR og ESMA-forordningen, hvor der lægges op til forandringer og skærpede krav på området for tilsynet med CCP'er. Uanset om en aftale om fuld adgang til det indre marked for selskaber etableret i Storbritannien falder på plads, opstår der stadig juridiske udfordringer for f.eks. de CCP'er, der kategoriseres som at være af særlig stor systemisk betydning for det finansielle system. I ændringsforslaget præsenteres det, vi i nærværende fremstilling betragter som tier 3-CCP'er, der er af så stor betydning for det finansielle system, at ESMA i samråd med relevante centralbanker kan fastslå, at de risici, som den pågældende CCP udgør for den finansielle stabilitet i Unionen, er så store, at en fuldstændig anvendelse af EMIR ikke er nok til at begrænse sådanne risici, hvorfor ESMA i samråd med relevante centralbanker kan henstille til Kommissionen, at den pågældende CCP ikke bør anerkendes. Kommissionen kan således træffe afgørelse om, at den pågældende CCP ikke skal anerkendes, og at såfremt den ønsker at levere clearingydelser skal den etableres i en af medlemsstaterne, jf. ændringsforslagets forslåede tilføjelse som stk. 2c i artikel 25 til EMIR. En sådan flytning vil resultere i, at den pågældende tier 3-CCP derved overgår til at være en EU-CCP etableret i Unionen og underlagt EU's retlige og tilsynsmæssige regime. Omend dette potentielt kan begrænse systemiske risici, vil det samtidig resultere i nogle vanskelige juridiske udfordringer.

[87] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

LCH Ltd, som er en del af The London Stock Exchange, er en af de største CCP'er på markedet og forventes at stå for euroclearing af mere end 90% af markedet for derivater.[88] Det er ganske sandsynligt, at ESMA i samarbejde med Kommissionen og de relevante centralbanker vælger at kategorisere LCH som en tier 3-CCP, hvis ændringsforslaget vedtages. Selvom scenarie 1 må antages at være den foretrukne løsning set med UK-briller, er det stadig en juridisk udfordring for de CCP'er, der i så fald skal foretage ny registrering under en ny juridisk ramme, hvorfor selskaberne overgår til at være "nyoprettede" selskaber etableret i EU, der således udgør nye selvstændige juridiske enheder. Igangværende kontraktforhold må derfor antages at kræve, at en ny aftalepart indtræder i aftalerne, og at den forhenværende CCP udtræder af aftalerne og sine forpligtelser.[89] Dette vil unægteligt være en juridisk udfordring af abnorm karakter, når der er tale om et så stort antal kontrakter, som specielt clearingmarkedet indeholder, hvilket blev præsenteret i kapitel 2. Problemet diskuteres nærmere under scenarie 3, der ligeledes inddrager problemstillingen i relation til kontrakter mellem aktører etableret i Storbritannien og EU-modparter post-Brexit. Desuden er der ingen garanti for, at en opløsning af en koncentreret clearingbranche i Storbritannien, som derefter spredes ud på hele EU-markedet, er den mest efficiente og optimale løsning ud fra økonomiske betragtninger, men sidstnævnte problemstilling bliver gennemgået i nærværende fremstillings kapitel 4.

En forventning om, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer er fuldt ud sammenlignelige og modne på tidspunktet for Storbritanniens udtræden må formodes at være overvejende usandsynlig, hvorfor en fuld godkendelse af Storbritanniens retlige rammer som ækvivalente samt afgivelse af passporting-rettigheder til finansielle markedsaktører må antages at være ganske risikabelt for Unionen, da der således ikke er garanti for et tilstrækkeligt tilsyn med og regulering af UK-aktører, der leverer clearingydelser i Unionen. Scenarie 2 gennemgået nedenfor er muligvis - med visse modifikationer - en mere realistisk og fornuftig løsning, hvor risikoen for reguleringsmæssige uoverensstemmelser samt frygten og konsekvenserne af mangel på regulering begrænses.

[88] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017.
[89] Clifford Chance; 2018; Brexit: Implications For Contract Continuity and Repapering; London. p. 2-3.

3.3.3 Scenarie 2 - Mellem markedsadgang

En aftale mellem Storbritannien og EU, som indebærer, at visse retlige og tilsynsmæssige rammer opnår en positiv ækvivalensafgørelse fra start, når Storbritannien overgår til at være et tredjeland, men hvor finansielle aktører, herunder CCP'er, i udgangspunktet ikke har passporting-rettigheder, må antages at være en væsentlig bedre løsning set fra Storbritanniens perspektiv end "no deal"-scenariet i scenarie 3, hvor Storbritannien ikke opnår nogle rettigheder overhoved. Ikke desto mindre er det ikke optimalt i en juridisk kontekst, da det stadig skaber en stor uklarhed omkring kontinuiteten af transaktioner i de finansielle markeder. Uden passporting-rettigheder for f.eks. CCP'er, er det vanskeligt at forudse, hvad det får af konsekvenser for igangværende kontrakter. Rent juridisk ophører aftaleforholdet mellem parterne, men mange spørgsmål opstår så omkring parternes forpligtelser til at opfylde de kontraktuelle betingelser efterfølgende. Denne problemstilling omtales ligeledes nærmere i afsnittet, der omhandler scenarie 3 nedenfor.

Det kan være ganske fornuftigt at overveje en løsning, hvor visse retlige og tilsynsmæssige rammer anerkendes for værende ækvivalente med EU's regler på området, i henhold til de respektive retsakter i EU. Årsagen til dette er jo netop, at Storbritannien som tidligere medlemsstat allerede har implementeret og indarbejdet en række lovgivningsmæssige tiltag i national ret, herunder især sekundærlovgivning gennemført som direktiver, som Storbritannien har været forpligtede til at implementere.[90] Det kan tænkes, at Storbritannien endvidere ønsker lovgivning tilsvarende med EU's på de områder, der efter Brexit ikke vil være dækkede, herunder EU-forordninger, for at undgå en decideret deregulering af markederne.[91] En sådan indarbejdning af tilsvarende regler på det finansielle område kommer ikke uden omkostninger, men må klart ses som en nødvendighed for at sikre markederne samt sikre, at der føres et tæt tilsyn med finansielle aktører. På den anden side har Storbritanniens finansielle system allerede været underlagt de samme regler, hvorfor kapaciteten til at fungere under et lignende regime allerede er etableret. Simon Lewis, Chief Executive for The Association of Financial Markets in Europe (AFME), har pointeret, at: "*looking at it from a pan-European point of view, avoiding fragmentation is very important.*

[90] TEUF artikel 288.
[91] House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19. Chapter 3: Incorporating the EU *acquis* in financial services, paragraph 64.

We have spent a long time developing integrated capital and financial markets in Europe, including the single market itself, and avoiding fragmentation is a very important and good outcome. Secondly, maintaining access to global markets [...] is such an important part of our industry and what we need to deliver to our customers—ensuring we maintain that access. Thirdly, and I am sure we will come back to this, good outcomes have to include early decisions on transition and what follows that".[92]

En af de retlige rammer, for hvilke Storbritannien overvejer at indføre et lignende system, er Lamfalussy-processen.[93] 'Lamfalussy-processen' er kendetegnet ved EU's finansielle tilsynsregime - en proces, der blev iværksat første gang i 2001.[94] Processen blev senere ændret i 2011, da man oprettede de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'erne), herunder Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) samt Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA). Lamfalussy-processen består af fire regulatoriske niveauer, der ligger i kategorien for sekundærlovgivning. Niveau 1 udgør en mere almindelig lovgivningsprocedure, hvor Europa-Parlamentet og Rådet vedtager direktiver og forordninger, som er udarbejdet af Kommissionen, i henhold til processen under artikel 288 i TEUF. Dette er en relativt krævende process, som derfor bør benyttes udelukkende for at udvikle rammelovgivning. Niveau 2 foranstaltninger udgøres af delegerede retsakter og gennemførelsesretsakter samt reguleringsmæssige tekniske standarder og gennemførelsesmæssige tekniske standarder, der hjemles i Artikel 290 og 291 i TEUF. Retningslinjer udvikles af ESA'erne og udgør niveau 3 i Lamfalussy-processen. Disse har til formål at sætte retningslinjer på specifikke områder, som medlemsstaterne og markedsaktører skal tage stilling til og om muligt følge, men de har ikke bindende retsvirkning. Niveau 4 omfatter tilsyn og håndhævelse af EU-regler og lægger op til, at

[92] House of Lords - Select Committee on the European Union, Financial Affairs Sub-Committee; Oral evidence: Financial regulation and supervision following Brexit; Evidence Session No. 3; 18 October 2017; Q32. http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/eu-financial-affairs-subcommittee/financial-regulation-and-supervision-following-brexit/oral/71908.html

[93] House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19. Chapter 3: Incorporating the EU *acquis* in financial services, paragraph 68-77.

[94] Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets; 15 February 2001; Brussels. p. 19-42.

Kommissionen og ESA'erne skal spille en vigtig rolle i at sikre, at nationale myndigheder yder tilstrækkelig håndhævelse af EU-reglerne.[95]

Et lignende system kan principielt implementeres i Storbritannien, men det kræver en ganske omfattende transformation, da f.eks. europæiske tilsynsmyndigheder skal erstattes af lignende nationale enheder, der kan påtage sig de sektorielle tilsynsroller for de respektive markeder. Såvel som EU skal sikre, at tredjelandes retlige og tilsynsmæssige rammer er af en vis kvalitet og sammenlignelighed, er det også vigtigt for Storbritannien at indføre tiltag i national ret, som sikrer, at de handelsaftaler, som landet indgår med andre lande (herunder EU) er af en vis kvalitet og sikkerhed i relation til at sikre markederne i Storbritannien. Det er en kæmpe udfordring at etablere et sådant system, da det kræver samarbejde mellem myndigheder i langt højere grad, end det har været tilfældet tidligere, hvilket også skal sikres gennem lovgivningsmæssige tiltag. For at opnå et velfungerende system, som markederne også kan håndtere, skal der sikres en grad af interaktion mellem regeringen og industrien, som i EU sikres gennem forskellige offentlige konsultationer og komitéer, hvor private markedsaktører også er meget involverede og med til at påvirke lovgivningsmæssige tiltag.[96]

Det vil naturligvis være vanskeligt at lave en ren "copy-and-paste"-løsning, hvor systemerne ikke er ens, men der vil klart være mange lovgivnings- og tilsynsmæssige elementer fra EU, som Storbritannien bør indarbejde som følge af deres udtræden af EU. Dette vil uden tvivl være helt afgørende for at opnå en positiv ækvivalensafgørelse samt senere passporting-rettigheder for markedsaktører. På de områder, hvor Storbritannien ved deres officielle udtræden eller efter en eventuel overgangsperiode har sammenlignelige retlige og tilsynsmæssige systemer iværksat, er der ud fra en juridisk betragtning meget fornuft i at anerkende de retlige rammer som værende ækvivalente med EU's rammer herfor. At undlade dette vil medføre enormt vanskelige juridiske udfordringer på et ekstremt stort marked, hvilket også diskuteres nærmere i scenarie 3 nedenfor. Både EU og Storbritannien vil blive ramt af disse udfordringer, hvorfor det må forventes at være ønskeligt for begge

[95] European Commission, Regulatory process in financial services: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en.

[96] House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19. Chapter 3: Incorporating the EU *acquis* in financial services, paragraph 81-84.

parter at begrænse disse i videst mulige omfang. Der vil fortsat være mange udfordringer ved en løsning som denne i scenarie 2, hvor passporting-rettigheder i udgangspunktet ikke er givet på forhånd, hvorfor det potentielt betaler sig at nå en løsning, hvor visse markedsaktører, herunder især CCP'er, får lov at fortsætte deres virke enten ved at få tildelt passporting-rettigheder fra start, eller ved at lave en tilstrækkelig lang overgangsperiode, som tillader aktørerne at ændre i juridiske rammer, således at igangværende transaktioner ikke opløses, hvilket potentielt medfører store økonomiske konsekvenser. Specielt for CCP'er, som netop er oprettede for at sikre den finansielle stabilitet i markederne, og som kan have helt afgørende betydning for de finansielle systemer i sin helhed, bør kunne fortsætte deres virke på tværs af landene eller ved at etablere en fornuftig overgangsperiode, men dette diskuteres mere dybdegående i kapitel 4.

3.3.4 Scenarie 3 - Lav markedsadgang ("no deal")

Et 'no deal'-scenarie for en aftale mellem EU og Storbritannien betyder, at Storbritannien overgår til at være et tredjeland uden adgang til det indre markedet for finansielle serviceydelser i Unionen, herunder at landets retlige og tilsynsmæssige rammer ikke anerkendes for ækvivalente, og at virksomheder ikke opnår nogle passporting-rettigheder ved overgangen fra at være en EU-medlemsstat til at være et tredjeland. Dette skaber uden tvivl en enorm mængde komplekse administrative udfordringer, som kan være vanskelige at overskue konsekvenserne af. Nærværende afsnit præsenterer nogle af disse udfordringer i relation til markedet for derivattransaktioner og clearing heraf.

Implikationer for igangværende kontraktforhold mellem derivatmodparter

En af de juridiske problemstillinger, der opstår i forlængelse af 'no deal'-scenariet, og som endnu mangler afklaring, er spørgsmålet om, hvad der skal ske med igangværende kontraktforhold mellem modparter, herunder CCP'er, placeret i Storbritannien hhv. EU. Som det er beskrevet ovenfor i afsnit 3.2.2, følger det af EMIR's artikel 25, at en CCP etableret i et tredjeland kun kan levere clearingydelser til clearingmedlemmer eller handelspladser, der er etableret i Unionen, hvis CCP'en er anerkendt af ESMA. Såfremt CCP'er placeret i Storbritannien mister sine 'passporting'-rettigheder, vil de i udgangspunktet miste rettighederne til at indgå i kontraktforhold med modparter i Unionen. Dette skaber usikkerhed og en potentiel 'cliff edge'-effekt for eksisterende kontraktforhold, der i

udgangspunktet kollapser. Et sådant kollaps kan principielt have katastrofale følger, hvor virksomheder f.eks. benytter derivataftaler til afdækning af risici, hvilket vil blive behandlet mere i kapitel 4. Som analysen ovenfor i afsnit 3.2.6 belyser, vil vedtagelsen af ændringsforslaget til EMIR kombineret med dette scenarie, hvor CCP'er etableret i Storbritannien må ansøge om at blive godkendt som tredjelands-CCP'er, medføre en række juridiske komplikationer. Selvom der kan argumenteres for, at regelsættet for UK-CCP'er mere eller mindre forbliver ens, da ændringsforslaget højst sandsynligt resulterer i en overensstemmelse mellem regulering og tilsyn for tredjelands-CCP'er og EU-CCP'er, vil nærværende scenarie have store konsekvenser for UK-CCP'er, da de skal ansøge om anerkendelse på ny for at få tilladelse til at udbyde clearingydelser i Unionen, i henhold til EMIR's bestemmelser herom, som de blev gennemgået i nærværende kapitels afsnit 3.2. CCP'er etableret i Storbritannien i tier 2-kategorien skal endvidere opfylde en række yderligere betingelser og krav for at få tilladelse, som beskrevet i ovenstående analyse. Dette er ikke kun omkostningstungt for UK-CCP'er, men ligeledes en stor administrativ byrde, da der skal anmodes om tilladelse på ny, hvilket i sig selv er ressourcekrævende. På den anden side opfylder disse UK-CCP'er på nuværende tidspunkt mange af de krav, der bliver stillet tredjelands-CCP'er, hvorfor det formentlig bliver lettere at efterleve disse krav i forbindelse med en ny anmodning om tilladelse. Der opstår ligeledes problemer for andre finansielle institutioner med grænseoverskridende kontraktforhold, der rammes af tilsvarende krav til anerkendelse (passporting) - f.eks. under MiFID II. Finansielle serviceudbydere er nødt til at overveje de risici, der opstår i forbindelse med, at de mister sine passporting-rettigheder. At ansøge om anerkendelse til at udbyde finansielle services kan være en ganske langtrukken proces, hvilket desuden forudsætter, at en positiv ækvivalensafgørelse er foretaget, i henhold til reglerne herom i de respektive forordninger, forud for ansøgningen om anerkendelse. Såfremt Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer ikke er kendt ækvivalente på tidspunktet for landets officielle udtræden af EU, kan der i princippet gå mange måneder, før en sådan afgørelse om ækvivalens foretages, hvilket skaber et gab for de eksisterende kontraktforhold, der således rent juridisk ophører med at eksistere, som følge af, at aktører etableret i Storbritannien ikke længere har tilladelse til at levere ydelser i Unionen. Ovennævnte problemstilling efterlader ligeledes en række underspørgsmål, herunder f.eks. om det i så fald er i strid med EU-retten at lade selskaber etableret i Storbritannien udføre sine kontraktmæssige forpligtelser, og om kontraktforholdet

mellem parterne overhoved er bindende, hvilket vil være helt afgørende i tilfælde af retsforfølgelse, hvor den ene part ønsker håndhævelse af kontrakten, og om det vil være muligt, eller for den sags skyld nødvendigt, at opsige kontrakter post-Brexit, eller om der kan laves tillægsaftaler eller ændringer til en kontrakt løbende. I tilfældet af, at igangværende kontraktforhold anerkendes som gyldige, kan der sandsynligvis opstå problemer, hvis én part skal erstattes af en ny, da det potentielt medfører, at vedkommende part skal være anerkendt af Unionen til at levere finansielle ydelser opnået gennem en formel ansøgningsproces. En sådan problemstilling kan tænkes at opstå, hvor markedet kræver ændringer i kontraktgrundlaget.

Som følge af usikkerheden omkring kontraktuelle forhold post-Brexit, er der mange selskaber, der overvejer mulighederne for at flytte eksisterende kontrakter til selskaber etableret i EU27. Selvom dette kan være en fornuftig løsning for selskaber etableret i Storbritannien, indebærer flytningen en række komplikationer - nogle så vanskelige, at det måske betaler sig at lade kontraktforholdene ophøre, men igen er løbende kontraktforhold, der har en levetid, som strækker sig over en tidsperiode, der løber både pre- og post-Brexit, vanskelige at forholde sig til.[97] Nedenfor listes en række forhold, der vanskeliggør kontraktændringer og flytning af kontrakter.

Først og fremmest er det værd at danne sig et overblik over antallet af igangværende kontraktforhold. Når vi f.eks. bare ser på antallet af åbne OTC-derivattransaktioner på de forskellige markeder i EU, som blev gennemgået i kapitel 2, og hvor der fandtes at være samlet for alle derivatmarkeder mere end 25 millioner åbne transaktioner på tidspunktet for udgivelsen af ESMA's rapport[98] om størrelsen af derivatmarkederne, hvor størstedelen må forventes at falde under clearingforpligtelsen, kræver det uden tvivl en abnorm arbejdsbyrde at flytte så mange kontraktforhold, herunder skifte aftaleparter og foretage andre ændringer i kontraktforholdene.

Andre implikationer, der kan opstå, når modparter ændrer i kontraktvilkår, kan tænkes at være, at en eller flere parter prøver at forhandle sig til bedre vilkår, eller at at der opstår nye

[97] Clifford Chance; 2018; Brexit: Implications For Contract Continuity and Repapering; London. p. 2.
[98] ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities; No. 2, 2017; Financial stability; ESMA50-165-421, "EU derivatives markets - a first time overview".

risici som følge af ændringer i markeder eller juridiske forhold, herunder f.eks. hvis en ny part har lavere kapital. Såfremt der opstår behov for refinansiering i en transaktion, kan der være prissætninger, som har ændret sig m.v. Disse er alle forhold, der vanskeliggør ændringer af kontraktforhold. Der kan være skattemæssige forhold, som kan vanskeliggøre nye transaktioner i forbindelse med genforhandling af kontrakter, såvel som det kan gøre sig gældende ved evt. udskiftning af parter i kontrakter. Dette vil ikke blive videre gennemgået i nærværende fremstilling. Der kan opstå situationer, hvor det ikke giver mening for virksomheder at flytte bestemte transaktioner af en vis art og størrelse til en anden enhed inden for EU27 som følge af større kapitalkrav, der potentielt vil blive stillet til de nye enheder for hvem kontrakterne flyttes til. Endvidere kan det være for administrativt komplekst og krævende for filialer eller datterselskaber etableret i EU27 at varetage mængden af transaktioner, som det forhenværende selskab varetog.[99]

Et andet problem kan opstå, hvis ikke en kunde eller modpart ønsker at få ny modpart til aftalen, f.eks. hvis dét i sig selv medfører en forøgelse af kreditrisiko eller andre økonomiske forhold hos den ene part, herunder f.eks. skattemæssige forhold. I visse tilfælde kræver det f.eks. den ene aftaleparts samtykke at skifte modpart, hvilket vedkommende part står frit til at afvise, og man er således tilbage til den første problemstilling med et i udgangspunktet opløst aftaleforhold som følge af Brexit og afgivelsen af/ikke eksisterende passporting-rettigheder.[100]

3.4 Gennemsigtighed

Kommissionen ønsker med sit ændringsforslag til EMIR[101] at centralisere euroclearing og tilsynet hermed. Dette følger af formålet med ændringen, der også tidligere i nærværende afhandling er beskrevet. Ved at centralisere euroclearing vurderes det, at der kan opnås stordriftsfordele, og ved at centralisere regel- og tilsynsrammer kan der opnås et mere effektivt og strømlinet marked, der sikrer lige vilkår for alle CCP'er, herunder både EU-CCP'er og tredjelands-CCP'er. En centralisering af regel- og tilsynsrammer vil endvidere

[99] Clifford Chance; 2018; Brexit: Implications For Contract Continuity and Repapering; London. p. 2-3.
[100] Ibid p. 2-3.
[101] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

kunne sikre en ensartet anvendelse af EMIR, mere gennemsigtighed med meddelelser af tilladelser og udvidelse af tjenesteydelser. Herunder også med fokus på dem, der benytter sig af CCP'ers tjenesteydelser, således at tilladelser og konsekvenserne heraf bliver mere synlige for disse parter. Ligeledes synes et behov for mere klarhed og gennemsigtighed i processen og tidsrammen for meddelelse af tilladelse og udvidelse af tjenesteydelser. For at opnå et mere effektivt og gennemsigtigt marked, vurderes det også, at Kommissionen skal bestræbe sig på at afslutte sine ækvivalensafgørelser hurtigere og desuden at gøre processen angående anerkendelse af tredjelands-CCP'er nemmere.[102] Resultatet af en centralisering af regel- og tilsynsrammerne er, at ESMA skal være den dominerende tilsynsmyndighed, og således vil tredjelandets egne kompetente myndigheder få mindre indflydelse, og ESMA vil, stort set, være eneste kontaktpunkt i de fleste tilfælde.

Som tidligere nævnt i kapitel 2 var uigennemsigtighed i et komplekst og avanceret finansmarked en overskyggende faktor for Finanskrisens udbrud i 2008, hvor OTC-derivatmarkedet var uden for tilsyn, hvorfor det ikke var muligt at gennemskue tendenser og negative udviklinger i markederne, hvilket resulterede i, at man ikke ikke kunne nå at sikre markederne og afvige krisen, da markederne først vendte. Unionen og myndigheder verden over har derfor siden sigtet efter en mere effektiv regulering og et effektivt tilsyn for at sikre finansiel stabilitet i markederne samt for at forebygge mod tendenser og potentielle kriser. Gennemsigtighed i markedet er ikke bare vigtigt for at forudse tendenser i markederne samt forebygge mod fremtidige kriser, men også for at skabe lige vilkår for markedsaktører og for at have et transparent marked, der giver de bedste vilkår for investeringer.

For at sikre gennemsigtighed i markedet, følger det af EMIR art. 6, at ESMA driver et offentligt register over de CCP'er, der er anerkendte i Unionen. I forlængelse af formålet med forslaget om at ændre EMIR, foreslår Kommissionen endnu større fokus på at øge gennemsigtigheden. Således skal der fremover indgå flere oplysninger om CCP'erne i det offentlige register, hvilket vil øge gennemsigtigheden for interessenter og for offentligheden i det hele taget. Herudover følger det af indberetningspligten i EMIR artikel 9, at modparter

[102] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017. s. 12.

og CCP'er i derivattransaktioner skal indberette oplysninger om enhver derivataftale, de har indgået. Disse krav og betingelser, der pålægges modparter, herunder CCP'er, er foranstaltninger, der gør markedet mere gennemsigtigt, hvilket øger den finansielle stabilitet, da det sikres, at en række oplysninger er offentligt tilgængelige, og at alle investeringer og transaktioner bliver indberettet og registreret. Disse foranstaltninger pålægger selvfølgelig en større administrativ byrde, men er nødvendige for at stabilisere det finansielle system, herunder gøre markederne mere modstandsdygtige.

Et andet element i EU's plan om at øge gennemsigtigheden i markederne er Kommissionens forslag til de vidtrækkende betingelser for den type CCP'er, som nærværende fremstilling klassificerer som tier 3-CCP'er, der er af så stor systemisk betydning, at de bør operere inden for Unionen ved clearing af transaktioner for clearingmedlemmer og andre modparter i Unionen. En sådan flytning indebærer, at denne type CCP bliver underlagt EU's fuldstændige tilsyn og regler, hvilket er i Unionens interesse, da der således vil være fuld adgang med og kontrol af alle clearingaktiviteter, som tier 3-CCP'er har. Dette er altså ligeledes i takt med Unionens planer for at øge gennemsigtigheden, hvilket skal gøre markederne mere robuste og styrke den finansielle stabilitet i Unionen. Om dette betaler sig i det lange løb må tiden vise, men der kan være grund til at overveje, om en adspredelse af euroclearing rundt om i EU er en bedre løsning end den nuværende, hvor størstedelen af central clearing af transaktioner med modparter i Unionen sker i Storbritannien, hvor der må formodes at eksistere en vis grad af ekspertise og erfaring for dette marked.

Gennemsigtighed er altså et afgørende element i Unionens mål om at stabilisere det finansielle system i Unionen mest muligt, men andre økonomiske hensyn må formodes også at være relevante at inddrage i beslutningen om at indgå en aftale med Storbritannien. Selvom tiltag om at skabe meget gennemsigtighed i markederne synes at være overvejende positive, kan tiltagene også gå for vidt, hvilket kan have en skadelig økonomisk virkning på markederne. Denne sidstnævnte problemstilling betragtes i kapitel 4.

3.5 Delkonklusion

Nærværende kapitel har betragtet den retlige ramme for CCP'er, der som følge af Brexit overgår fra at være EU-CCP'er til tredjelands-CCP'er. Storbritanniens udtræden af EU

bringer uden tvivl store udfordringer og konsekvenser med sig for både Unionen og Storbritannien, hvor mange af disse endnu er uafklarede. De faktiske konsekvenser af Brexit afhænger i høj grad af den aftale, der kommer på plads mellem EU og Unionen, hvorfor kapitlet har taget udgangspunkt i tre overordnede scenarier, der indebærer hhv. høj, mellem og lav adgang til det indre marked for finansielle tjenesteydelser. Ud fra disse scenarier er potentielle juridiske udfordringer og konsekvenser analyseret og diskuteret for hvert enkelt scenarie. Ved Storbritanniens udtræden af Unionen overgår landet fra at have været en medlemsstat i Unionen til at være et tredjeland. De juridiske følger heraf for de finansielle markeder er, i udgangspunktet, at markedsaktører mister sine rettigheder til at udbyde finansielle serviceydelser i Unionen, og at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer skal anerkendes som ækvivalente med Unionens, før markedsaktører får mulighed for at søge om tilladelse til at udbyde finansielle services i EU. Det er første gang, at en medlemsstat forlader EU, og i henhold til traktaten om Den Europæiske Union skal EU og Storbritannien indgå og forhandle en aftale, der fastsætter betingelserne herfor.

En aftale, der ligner scenarie 1, vil i udgangspunktet være relativt ukompliceret rent juridisk, da Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer anerkendes som ækvivalente med Unionens ved landets udtræden af EU, såvel som finansielle markedsaktører beholder sine passporting-rettigheder og derfor kan opretholde sine forretninger og kontrakter med aktører i Unionen. Et sådant scenarie må antages at være Storbritanniens foretrukne, der således vil have fuld adgang til markederne, men det ændrer ikke på, at der fortsat vil være udfordringer i relation til klassificerede tier 3-CCP'er, som, hvis ændringsforslaget til EMIR vedtages, bliver pålagt at flytte sine forretninger inden for EU27 og dermed overgår til at være EU-CCP'er underlagt Unionens fulde tilsyn. Dette skaber nogle kontraktmæssige og selskabsretlige udfordringer, da denne type virksomhed ophører med at eksisterer i Storbritannien og således skal oprettes under en ny juridisk ramme inden for EU, og som derved agerer ny kontraktpart i eksisterende transaktioner. Dette vil formentlig resultere i enten en opløsning af igangværende kontraktforhold eller en genforhandling af disse, der igen kan medføre vanskelige udfordringer, såvel som modparter kan have interesse i evt. at lade kontraktforholdene ophøre, f.eks. på grund af en forøgelse af kreditrisiko i kontraktbundne transaktioner. Denne sidstnævnte kontraktmæssige problemstilling i relation til tier 3-CCP'er vil eksistere uanset, om en aftale resulterer i høj, mellem eller lav

markedsadgang for Storbritannien og minder om de kontraktmæssige udfordringer, der også antages at eksistere i større grad under analysens tredje scenarie. Et overskyggende problem af juridisk karakter med scenarie 1 er, at der er overvejende sandsynlighed for, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer ikke er fuldt udviklede på tidspunktet for landets udtræden af EU, hvorfor det kan være risikabelt at lade UK-CCP'er levere clearingydelser i Unionen, som derved måske ikke er underlagt de samme strenge krav og en ligeså kvalitetsfuld kontrol, da tilsynsmyndigheder og den nationale regulering ikke har haft mulighed for modnes tilstrækkeligt eller opnå den fornødne erfaring og ekspertise. Dette kan dels skabe tilsynsarbitrage, hvilket kan medføre, at CCP'er etableret i Storbritannien kan opnå fordele, som CCP'er etableret i Unionen ikke har, såvel som manglen på tilstrækkelig overvågning kan medføre store markedsrisici. En sådan aftale antages i en juridisk kontekst derfor ikke at være optimal for EU.

Scenarie 3 afspejler en situation med meget lav markedsadgang for Storbritanniens finansielle sektor i modsætning til scenarie 1, hvilket indebærer, at markedsaktører mister sine passporting-rettigheder til at udbyde serviceydelser i Unionen, og at landets retlige og tilsynsmæssige rammer ikke anerkendes som ækvivalente med Unionens. En aftale, der ligner scenarie 3, vil resultere i et hav af juridiske udfordringer og konsekvenser for derivatmarkederne, såvel som andre markeder, da finansielle aktører etableret i Storbritannien, som har igangværende kontraktforhold med modparter i Unionen, principielt ikke må udbyde finansielle serviceydelser i Unionen længere. Derved ophører igangværende transaktioner i udgangspunktet med at eksistere, og det er således ganske uklart, om parterne kan håndhæve kontraktmæssige forpligtelser. Det mest nærliggende vil være for aktører etableret i Storbritannien at reetablere sig inden for Unionen, men med omfanget af transaktioner bare på derivatmarkedet, formodes dette at være enormt omkostningstungt, såvel som en voldsomt stor arbejdsbyrde i forhold til at genforhandle kontrakter, og der er ingen garanti for, at dette nødvendigvis vil være i modparternes interesse, da der kan være en række komplekse forhold, som skal afvejes, herunder kapitalkrav, kreditrisiko, skattemæssige forhold m.v., hvor det potentielt bedre kan betale sig at lade kontraktforholdene ophøre. Endvidere er der mange parter, som benytter derivater til afdækning af risici, og såfremt disse transaktioner opløses, opstår der en mulighed for, at diverse markedsaktører, herunder store finansielle institutioner samt statslige myndigheder

ikke har den fornødne beskyttelse mod en række risici, hvilket kan have ekstremt vidtrækkende og potentielt katastrofale følger for samfundsøkonomien i både EU og Storbritannien, hvorfor en sådan løsning må formodes ikke at være at foretrække for Unionen og Storbritannien.

Scenarie 2 kan derimod potentielt skabe bedre rammer for Unionens og Storbritanniens fortsatte samarbejde. En situation, hvor Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer på visse områder anerkendes som ækvivalente, kan være fordelagtig, da dette skaber mulighed for den fortsatte udveksling af finansielle serviceydelser, herunder især hvad angår CCP'er, hvor den fortsatte clearing af derivattransaktioner kan være helt afgørende for den finansielle stabilitet. En modificeret udgave af dette scenarie, hvor visse aktører, herunder især CCP'er, fra start opnår tilladelse til at udbyde finansielle serviceydelser på områder, hvor de retlige og tilsynsmæssige rammer er af en tilstrækkelig kvalitet vil unægteligt gavne både EU og Storbritannien, da kontrollen med disse aktører vil være sikret. En løsning tilsvarende med EU's sektorielle opdeling af tilsyn for de forskellige markeder og reguleringsmæssige mekanismer - Lamfalussy-processen - vil være helt fornuftig at indarbejde i Storbritannien, såvel som det vil være helt essentielt at udarbejde regulering svarende til kravene i EMIR forinden Storbritanniens reelle udtræden af Unionen. Dette vil skabe tryghed omkring kontrollen med CCP'er etableret i Storbritannien, der således bør kunne fortsætte med clearing af derivattransaktioner i Unionen, og man undgår derved den risikable opløsning af et enormt kontraktgrundlag, som i mange henseender kan være ganske afgørende for den fortsatte stabilitet af det finansielle system i Unionen og Storbritannien.

Kapitel 4 - Økonomiske konsekvenser ved fragmentering af markedet for central clearing i EU

4.1 Indledning

Kapitel 3 fremhævede nogle af de juridiske udfordringer, der kan opstå i markedet for central clearing af derivater som følge af Storbritanniens udtræden af EU, og som er afhængige af, hvad udfaldet af en eventuel aftale mellem Unionen og Storbritannien bliver. Hvad enten der etableres en ordning, som tillader aktører etableret i Storbritannien fortsat at levere clearingydelser inden for Unionen eller en ordning, som fratager aktørerne denne mulighed, er der en risiko for, at markedet for central clearing fragmenteres, herunder især hvis Kommissionens forslag[103] til ændring af EMIR vedtages. En fragmentering af markedet for central clearing kan, som nærværende kapitel fremhæver, skabe en trussel mod den finansielle stabilitet i EU, hvorfor EU og Storbritannien ud fra et økonomisk synspunkt bør være opmærksomme på denne problemstilling i forbindelse med forhandlingerne om en samarbejdsaftale på området for finansielle serviceydelser. Nærværende kapitel forsøger at belyse, hvorledes en sådan fragmentering kan være problematisk ud fra økonomiske betragtninger, herunder hvilke fordele samt ulemper, der eksisterer ved en centralisering af markedet for central clearing. Kapitlet munder ud i en konklusion, der belyser de risici, der eksisterer ved en fragmentering af markedet for central clearing, herunder en afvejning af, om fordelene ved *interoperabilitetsordninger* vægter højere end ulemperne herved, og kommer afslutningsvist med bud på, hvorledes man i en økonomisk kontekst bør forholde sig til Storbritanniens udtræden af Unionen.

Afsnit 4.2 introducerer læseren for den risiko, der eksisterer i markedet for derivater som følge af, at virksomheder kan gå konkurs, såvel som der redegøres for margin og vigtigheden heraf i markedet for clearing af derivater. Afsnit 4.3 redegør for, hvordan clearing af derivater hænger sammen, herunder bilateral og central clearing, og hvordan clearing via en CCP praktisk set finder sted, såvel som fordele og ulemper herved. Endvidere beskrives processen for, hvordan en CCP håndterer et konkursramt clearingmedlem, hvilket også kendes som '*default waterfall*'. Afsnit 4.4 fremhæver udfordringerne ved en fragmentering

[103] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

af markedet for central clearing af derivater og analyserer og illustrerer fordelene ved netting-effekten via central clearing, herunder fordele og ulemper ved at etablere interoperabilitetsordninger mellem CCP'er i forskellige markeder. Der fremhæves endvidere problemstillinger ved, at der kun eksisterer ganske få interoperabilitetsordninger mellem CCP'er i EU på nuværende tidspunkt, hvor CCP'er fra Storbritannien, som i udgangspunktet ophører med at have tilladelse til at levere clearingydelser i Unionen, er parter i hovedparten af de ordninger, der er etableret. Afsnit 4.5 konkluderer på analysen og fremhæver problemstillinger, som EU og Storbritannien bør være opmærksomme på.

4.2 Risiko og margin ved derivattransaktioner

Når aktører på de finansielle markeder indgår i diverse transaktioner, som giver parterne indbyrdes forpligtelser overfor hinanden, opstår en naturlig risiko for, at én eller flere parter ikke kan fuldende sine forpligtelser, hvilket får konsekvenser for den part, for hvem en forpligtelse skulle være leveret til, hvilket kan betragtes som en *kreditrisiko*. Kreditrisiko kan have ganske vidtrækkende konsekvenser, hvis de rette mekanismer til håndtering heraf ikke eksisterer. Kreditrisiko opstår som følge af, at diverse markedsaktører, herunder udstedere af obligationer, låntagere og modparter til derivattransaktioner potentielt kan gå konkurs ("defaulte"). En måde at håndtere kreditrisiko på er ved at stille sikkerhed i transaktioner. Når f.eks. finansielle institutioner udlåner penge til selskaber, vil der ofte være krav om sikkerhedsstillelse i specifikke aktiver i den pågældende virksomhed, hvilket f.eks. kan være et pengebeløb, eller via løbende transaktioner, hvilket f.eks. ses i forsikringsbranchen. Hvad angår derivattransaktioner, vil sikkerhedsstillelse ofte udgøre et fastsat pengebeløb eller værdipapirer. Sikkerhedsstillelse er også kendt som *margin* blandt aktører på derivatmarkederne. Når en køber ønsker at indgå i en derivattransaktion, der kan resultere i, at vedkommende skylder et pengebeløb på et bestemt tidspunkt i fremtiden til modparten, vil udstederen ofte kræve, at køberen stiller sikkerhed, enten i form af pengebeløb eller omsættelige værdipapirer, der skal sikre, at køber kan leve op til sine kontraktmæssige forpligtelser.[104]

[104] Hull, John C.; 2015; Wiley Finance Ser.: Risk Management and Financial Institutions; eBook; John Wiley & Sons, Incorporated; 4th Edition. Chapter 18, p. 383.

Et eksempel på margin i en derivatkontrakt (her en futures-kontrakt) kan f.eks. være, at A køber en kontrakt på 100 enheder guld af B for en pris på €1.500 pr. enhed, dvs. til en samlet pris på €150.000. B stiller en margin på €5.500 pr. kontrakt, hvor sikkerhedsstillelse for vedligeholdelse er på €4.000 pr. kontrakt. A skal således stille €5.500 i sikkerhed på tidspunktet for transaktionen. Efter første dag falder prisen på guld til €1.490 pr. enhed, hvilket resulterer i et tab for køber på €1.000, der svarer til værditabet på de 100 enheder guld, som A købte for €150.000. Værditabet på €1.000 i A's aktiver bliver så modregnet gennem den sikkerhedsstillelse, som A stillede til B, således at den initierede sikkerhedsstillelse reduceres til €4.500, der så bliver overført til modparten, som således ikke længere tilhører A. Balancen på A's marginkonto på €4.500 overstiger stadig marginkravet for vedligeholdelse på €4.000, hvorfor B ikke kræver et nyt indskud. Hvis prisen på guld så falder til €1.480, der dermed resulterer i et værditab på yderligere €1.000 for A, som overføres fra A's marginkonto til modparten, reduceres beløbet på kontoen til €3.500, hvilket ligger under tærskelværdien for vedligeholdelse på €4.000. A bliver dermed forpligtet til at bringe balance på margin tilbage til den initiale margin på €5.500, hvorfor A skal erlægge €2.000. Hvis ikke A gør dette, lukkes positionen. Modparterne tjener rente på balancen fra marginkontoen, og såfremt balancen overstiger den initiale værdi af sikkerhedsstillelsen, kan beløbet hæves.

Likviditetsrisiko afspejler derimod den situation, at en virksomhed som følge af manglende likviditet ikke kan opfylde sine forpligtelser - altså at den er illikvid. Denne risiko kan f.eks. afhænge af et selskabs omkostninger således, at jo lavere omkostninger et selskab har, desto mindre er likviditetsrisikoen, da den har lettere ved at opfylde sine forpligtelser som følge af den større likviditet, hvorimod et selskab som har høje omkostninger forbundet med driften af virksomheden har mindre adgang til likviditet, hvorfor likviditetsrisikoen er højere. Jo mere likvide markedsdeltagerne i de finansielle markeder er, desto stærkere er det finansielle system.[105] Ved at stille høje krav til sikkerhedsstillelse for clearing af derivater, øger man således likviditetsrisikoen hos modparterne.

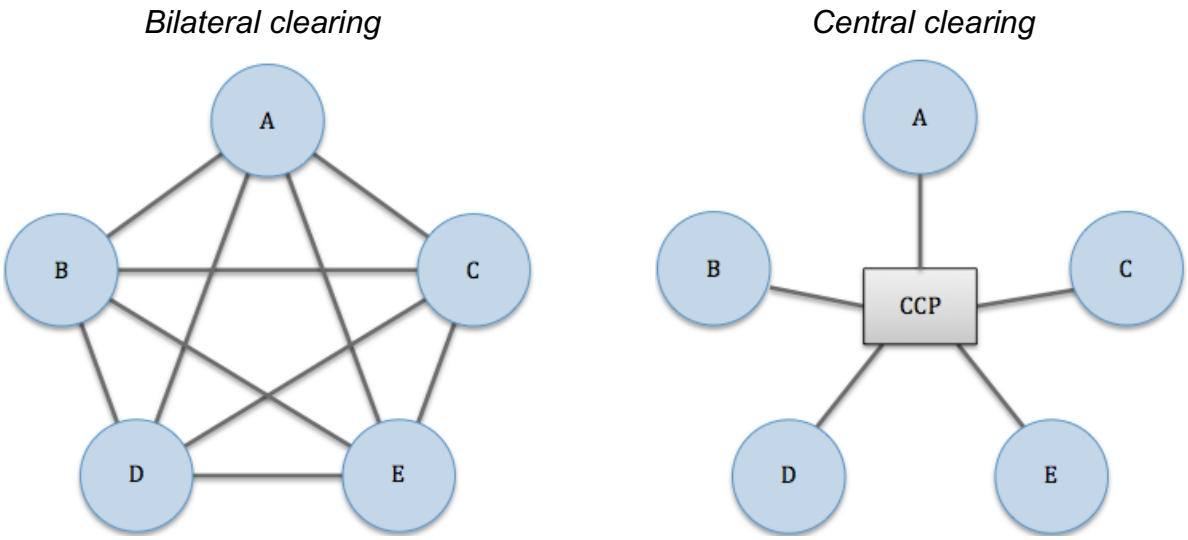
[105] Nikolaou, Kleopatra; February 2009; Liquidity (Risk) Concepts - Definitions and Interactions; Working Paper Series No. 1008; Frankfurt; European Central Bank.

4.3 Clearing af derivater

4.3.1 Clearing af handler på OTC-markeder

Derivater, som handles OTC (over-the-counter), kendetegnes ved, at de forhandles og indgås privat mellem to parter udenom et reguleret marked, dog med mulighed for central clearing gennem en CCP og for visse derivatklasser påkrævet clearing via en CCP, som beskrevet i kapitel 3.[106] Information, som udveksles gennem kontrakter, kendes kun af de relevante parter, hvorfor det kan være svært at have et fuldt overblik over derivathandlerne. Dog er regler om indberetningspligt med til at skabe gennemsigtighed for denne type kontrakter, hvilket også blev beskrevet i kapitel 3.

I OTC-markedet eksisterer der primært to måder at cleare transaktioner på, hhv. bilateral clearing og central clearing. Dette er illustreret i Figur 4.1 nedenfor.



Figur 4.1 – Kilde: Egen tilvirkning

Ved bilateral clearing er det parterne til en transaktion, som indbyrdes sætter vilkårene for, hvordan alle løbende transaktioner mellem dem skal cleares. Et eksempel på bilateral clearing er et aftaleforhold baseret på en ISDA master agreement[107]. I et bilag til aftalen, der også er kendt som et credit support annex (CSA), sættes vilkårene for sikkerhedsstillelse. I

[106] Prabha, Apanard. Savard, Keith and Wickramarachi; 2014; Deriving the Economic Impact of Derivatives- Growth Through Risk Management; Milken Institute. p. 27.
[107] ISDA-aftalen er udviklet af Internal Swaps and Derivatives Association (ISDA).

selve aftalen sættes ligeledes betingelser for, hvad der sker, hvis den ene part defaulter eller ikke længere har mulighed for at stille sikkerhed.

Ved central clearing er det CCP'en, der står for clearing af transaktionen. CCP'en fungerer på mange måder lidt ligesom en reguleret handelsplads, der clearer transaktioner. Et eksempel vil være 2 parter, som indgår en aftale om en OTC-transaktion. Parterne ansøger hos en CCP om at få clearet transaktionen. Såfremt CCP'en accepterer clearingen, stiller den sig imellem parterne og indgår således en indbyrdes aftale med hver part (dvs. to selvstændige kontrakter) og således påtager sig parternes risici for basistransaktionen. Man kan forestille sig en handel med renteswap, hvor Virksomhed A betaler en fast rente på 5% til Virksomhed B på en hovedstol til en værdi af €100 millioner i 5 år, og hvor Virksomhed B betaler f.eks. LIBOR[108] på de €100 millioner. Da CCP'en står imellem parterne og har påtaget sig risikoen for handlen har Virksomhed A og B ikke noget udestående indbyrdes med hinanden, hvilket uddybes videre nedenfor.[109]

4.3.2 Clearing via en CCP

Når der cleares en OTC-derivataftale via en CCP, positionerer CCP'en sig imellem de to finansielle modparter. CCP'en bliver dermed køber over for enhver sælger og sælger over for enhver køber. Dette sker ved en novation, hvor der indgås et nyt aftaleforhold i stedet for det eksisterende kontraktforhold. CCP'en fungerer som en infrastruktur, der skaber finansiel stabilitet, da den minimerer risici ved handlen med derivater, som det påvises nedenfor i nærværende kapitel. Det vurderes, at visse CCP'er er systemisk vigtige, da de kan påvirke systemisk risiko - dvs. risici, der kan have indflydelse på de samlede markeder. CCP'er udgør derfor en væsentlig faktor for den finansielle stabilitet. Basismodellen for central clearing via CCP'er er netting, der medfører, at parternes eksponering over for hinanden reduceres gennem modregning af modsatrettede fordringer - dette kaldes for netting-effekten. Der foretages bilateral netting med hver enkelt part, hvilket resulterer i, at der nettes multilateralt. Ved at benytte en CCP reduceres parternes bruttoforpligtelser, således at der sker en reduktion af de samlede eksponeringer i markedet. Dette skyldes, at

[108] London Inter-bank Offered Rate: En gennemsnitsrente sat af de førende banker i London, som baseres på de rentesatser ved usikrede lån, som banker tilbyder andre banker.
[109] Hull, John C.; 2015; Wiley Finance Ser.: Risk Management and Financial Institutions; eBook; John Wiley & Sons, Incorporated; 4th Edition. Chapter 18, p. 383.

netting i clearinger med CCP'er normalt finder sted ved handlens indgåelse. Visse CCP'er anses, som nævnt ovenfor, for at være systemisk vigtige som følge af deres størrelse, da de påtager sig parternes risici. Det siges således, at parternes afviklingsrisiko reduceres så væsentligt, at den nærmest kan betragtes elimineret, hvis CCP'en styrer sine risici effektivt, og at den er i stand til at håndtere de koncentrerede risici i clearingen.[110] CCP'en skal altså håndtere afviklingsrisici, og den mest almindelige måde, dette gøres på, er ved at opkræve marginkrav fra parterne. Dette gør, at CCP'en kan afdække afviklingsrisici ved normale markedsforhold. Det vil derfor ikke få nogle konsekvenser for markedet ved én parts misligholdelse af en derivatkontrakt. En CCP er opbygget af flere lag af kapital, og hvis én part går konkurs, vil denne kapital komme i spil ved et såkaldt *default waterfall*, hvilket behandles nærmere nedenfor i afsnit 4.3.4.

4.3.3 Fordele og ulemper ved CCP'er

Mange af fordelene ved CCP'er er forbundet med stærkere risikostyringsmuligheder og en forbedret gennemsigtighed. Umiddelbart er fordelene for de enkelte parter, at de kan spare likviditet og ikke har usikkerhed omkring afviklingsrisici. Dette skyldes, at det er CCP'en, der påtager sig afviklingsrisikoen. En CCP garanterer således afvikling for begge parter. Hvis man kigger generelt på markedet, resulterer den multilaterale netting i en mindskelse af den samlede eksponering i markedet og hermed en reducering af risiko. Selvom der er mange markedsmæssige fordele ved CCP'er, skal disse altid afvejes mod omkostningerne. Der er nemlig en række omkostninger forbundet med etablering og driften af en CCP. Endvidere skal deltagerne ved clearingen stille sikkerhed. Dette kræver naturligvis kapital hos parterne og må også regnes som en omkostning, hvilket resulterer i nedsat likviditet hos parterne.[111]

CCP'er kan have indflydelse på en reducering af asymmetrisk information. I normale handler, der foretages uden clearing via en CCP, vil der umiddelbart være større usikkerhed omkring informationer, da nogle parter kan have en fordel ved at tilbageholde informationer, som kan gavne den anden part. Men i et reguleret EU marked, hvor der er lovmæssige forpligtelser om indberetning og CCP'er, er der en række informationer der skal gøres offentlige, hvorfor det alt andet lige må give et lavere niveau af asymmetrisk information.

[110] Danmarks Nationalbank; 2010, 3. kvartal; Kvartalsoversigt; 15.09.2010. s. 128-131.
[111] Ibid.

Ligeledes kan en højere gennemsigtighed opnås ved, at der kun handles med én modpart. Ved at have få store CCP'er kan det ligeledes tænkes, at disse CCP'er standardiserer deres handler i højere grad. Dette gøres, da de pågældende CCP'er har stor erfaring med deres udbudte ydelser, og fordi de ved standardisering kan omkostningsminimere bl.a. deres indberetninger. Ved en højere standardisering af CCP'ernes ydelser vil det ligeledes være nemmere at sammenligne de forskellige CCP'er, og således kan modparter helt specifikt sammenligne priser og vilkår. Som det også er beskrevet i kapitel 3, vil gennemsigtighed og centralisering gøre det nemmere for lovgivere, da det er vanskeligere at vurdere systemets samlede risikovurdering ved en stor spredning af clearingydelser, hvorimod en centralisering gør det nemmere for lovgivere at holde tilsyn og regulere CCP'erne.[112]

På et marked med et begrænset antal CCP'er, som vi ser det i EU, og hvor EU kan styre, hvor mange CCP'er der er på markedet, kan der opstå en form for naturligt monopol. Hvis netting skal fungere på den mest effektive måde, skal der, så vidt det er muligt, bruges den samme CCP til forskellige handler for den samme part. Hvis en part, der køber en derivataftale og straks sælger den igen, og disse to transaktioner foregår på to forskellige handelsplatforme, der er tilknyttet forskellige CCP'er, vil handlerne ikke kunne nettes. I sådanne tilfælde vil der blive opkrævet margin for begge handler, da det er to forskellige CCP'er, der handles med. På EU's marked løses dette problem ved hjælp af interoperabilitetsordninger mellem CCP'er. Sådanne ordninger gør, at CCP'er kan kommunikere på tværs af systemer, således at modparter kan benytte deres foretrukne CCP på alle handler. CCP'er skal således kunne "samarbejde" omkring de forskellige marginsystemer, så de ligeledes har informationer omkring andre CCP'ers systemer. Det kan dog være vanskeligt at håndtere de forskellige marginsystemer på tværs af CCP'erne, hvor der ligeledes kan være en dominoeffekt, hvis CCP'erne bliver for afhængige af hinanden. Således kan man forestille sig, at hvis én CCP defaulter, vil det føre til en anden CCP's konkurs osv.[113] Fordele og ulemper ved interoperabilitetsordninger diskuteres nærmere i afsnit 4.4.

[112] Douady, Raphaël. Goulet, Clément and Pradier, Pierre-Charles; 2017; Financial Regulation in the EU - From Resilience to Growth; eBook; Paris; Palgrave macmillan. p. 363-364.
[113] Danmarks Nationalbank; 2010, 3. kvartal; Kvartalsoversigt; 15.09.2010. s. 134-135.

4.3.4 Default waterfall

Som beskrevet ovenfor er central clearing via en CCP med til at minimere den systemiske risiko. Endvidere stiller EU store kapitalkrav til CCP'er i henhold til EMIR, hvilket gør, at CCP'erne er rustet på bedst mulige måde til at håndtere medlemmernes konkurser. Det følger af EMIR's artikel 45, at CCP'er skal følge en bestemt rækkefølge for, hvordan en parts konkurs skal dækkes økonomisk. Dette kaldes for default waterfall og bestemmer således hvilke reserver, der bruges før andre. Figur 4.2 illustrerer, hvordan en CCP's default waterfall ser ud. I figuren kan man se, hvordan det først er det den konkursramte deltagers egne sikkerheder, altså den margin[114], der er stillet, som skal afhjælpe tabet. Herefter er det den konkursramtes egne bidrag til clearingfonden, der benyttes til afdækning af forpligtelserne. En clearingfond er det, der også kaldes en misligholdelsesfond. Dette er en fond, som CCP'en er forpligtet til at opretholde, og den skal bestå af bidrag fra parterne. Hvis midlerne fra denne fond ikke er tilstrækkelige til at dække den konkursramtes forpligtelser, trækkes der på en del af CCP'ens egenkapital. Herudover dækkes tab af de ikke-konkursramte parters indskud til clearingfonden. For at sikre CCP'en og den risiko, det medfølger at cleare, er det et krav i henhold til EMIR's artikel 42, at clearingfonden skal være i stand til, under ekstreme, men plausible markedsvilkår, at modstå misligholdelse hos den part, der har den største eksponering over for CCP'en. Dog er der et sidste trin i figuren, der siger, at hvis de ovenstående størrelser ikke er i stand til at dække tabet, så er det CCP'ens

Figur 4.2 – Kilde: Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. figur 4, s. 78.

[114] Se afsnit 4.2 for en mere dybdegående definition af begrebet.

resterende finansielle ressourcer, herunder den tilbageværende egenkapital, der skal dække.[115]

CCP'er er derfor af ganske stor betydning for den kreditrisiko, der eksisterer i markedet, ved at modparter kan defaulte, hvorfor CCP'er naturligvis er nødsaget til at have etableret de rette mekanismer til afhjælpning af disse tab i markedet, såvel som til at håndtere de risici, det medfører. Ved at flytte risiko fra modparter til derivathandler over på CCP'erne, opbygges en massiv mængde af risiko hos CCP'erne. Nedenfor beskrives, hvorledes CCP'er har gavn af netting-effekten, og hvilke konsekvenser en fragmentering af markedet for clearing af derivater kan have, herunder den reducerede likviditet hos CCP'erne, som adspredelsen af markedet medfører.

4.4 Fragmentering af markedet for central clearing

4.4.1 Indledning

Såfremt der ikke etableres en aftale mellem EU og Storbritannien, som anerkender Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer for værende ækvivalente på området for CCP'er, og at CCP'er og andre markedsaktører ikke beholder sine passporting-rettigheder, opstår der stor sandsynlighed for, at mange markedsaktører ønsker at etablere sig inden for Unionen. Endvidere har Kommissionen i sit forslag til ændring af EMIR[116] lagt op til, at CCP'er af særlig stor systemisk betydning (tier 3), som clearer euro-denominerede transaktioner, potentielt skal flyttes til EU27 og således være underlagt EU's fulde tilsyn, hvilket i så fald vil ske, hvad enten markedsaktører beholder sine passporting-rettigheder eller ej. Dette betyder praktisk set, at f.eks. LCH, der clearer mere end 90% af euro-denominerede derivattransaktioner i EU,[117] står overfor potentielt at skulle flytte dele af sine forretninger inden for Unionens område, såfremt forslaget vedtages. En flytning af CCP'er vil resultere i en fragmentering af markedet for clearingydelser, hvilket fører økonomiske

[115] Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. s. 78.
[116] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.
[117] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017. p. 11.

risici af systemisk betydning med sig, såvel som man risikerer at reducere stordriftsfordele.[118] Disse problemstillinger diskuteres nedenfor.

I nærværende fremstilling skal en fragmentering af markedet forstås sådan, at CCP'er, der flytter sine forretninger fra Storbritannien til EU27, med al sandsynlighed ikke opnår de samme markedsandele som følge af, at flere medlemmer hos CCP'erne vælger at cleare andetsteds i Unionen f.eks. på grund af en vurdering om en forøgelse af kreditrisici ved clearing hos nyetablerede CCP'er, eller som følge af manglende adgang til visse markeder ved de enkelte CCP'er, såvel som allerede eksisterende interoperabilitetsordninger med CCP'er etableret i Storbritannien må antages at blive opløst som følge af flytningen. Således kan CCP'er etableret i Storbritannien ikke agere på præcis samme måde som følge af, at forretningerne flyttes til medlemslande inden for Unionen, hvorfor der sker en adspredelse af markedet, hvor clearinger fordeles ud på forskellige CCP'er og markeder.

4.4.2 Fragmentering af likviditet

Ved at gennemtvinge en flytning af CCP'er fra Storbritannien til EU, flytter man dele af selve clearingforretningen. Dette betyder en fragmentering af likviditeten hos de enkelte CCP'er. En sådan fragmentering vil resultere i mindre likviditet - dvs. større likviditetsrisiko - hos de enkelte CCP'er, der således ikke kan sprede sine risici i samme omfang, hvilket fører til en reducering af modstandsdygtigheden hos de enkelte CCP'er, som derfor skaber en trussel mod den finansielle stabilitet - potentielt på det globale marked.[119] En fragmentering af clearingmarkedet i forskellige jurisdiktioner betyder også, at når modparter handler derivater, som skal cleares centralt, skal de indbyrdes aftale hvilken CCP, de ønsker at benytte. Hvor parter til en derivattransaktion er uenige om, hvilken CCP, der skal benyttes, vil der være risiko for, at handlen ikke eksekveres, hvorfor dette i sig selv kan reducere markedet for derivater, herunder brugen af derivater til afdækning af risici, som ligeledes kan føre til højere økonomiske risici hos de enkelte virksomheder, der således påvirker sikkerheden i det finansielle system negativt.[120] En adspredelse af clearingmarkedet medfører højere årlige omkostninger i forbindelse med clearing, hvilket generelt reducerer

[118] Pirrong, Craig; 2011; The Economics of Central Clearing: Theory and Practice; Discussion Papers Series, Number One; University of Houston; ISDA. p. 41.
[119] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017. p. 12.
[120] Pirrong, Craig; 2011; The Economics of Central Clearing: Theory and Practice; Discussion Papers Series, Number One; University of Houston; ISDA. p. 42.

EU-virksomheders incitament til at handle med derivater til brug for afdækning af risici, og derved øger de samfundsøkonomiske risici. Estimater fra industrien viser, at en adspredelse af clearing kan medføre en forøgelse af samlede årlige omkostninger for virksomheder og husholdninger på op mod EUR 22 milliarder.[121] Når CCP'er er underlagt nationalt tilsyn i EU, er der endvidere risiko for tilsynsarbitrage mellem forskellige nationale myndigheder, der ikke nødvendigvis besidder den samme ekspertise, som tilsynet i Storbritannien har udviklet, hvilket kan have en negativ effekt på den finansielle stabilitet.[122] Såfremt EU og Storbritannien ikke når til enighed om en aftale, der indebærer en positiv ækvivalensafgørelse samt passporting-rettigheder til CCP'er etableret i Storbritannien, vil det betyde, at det bliver langt dyrere for finansielle institutioner etableret i Unionen at cleare transaktioner hos en CCP i Storbritannien, da dette begrænser de efficiensmæssige fordele, som de opnår ved at få clearet euro-denominerede derivattransaktioner hos samme CCP ved at have porteføljen samlet, forudsat at de har andre forretninger hos en CCP i Storbritannien. En sådan opløsning af markedet kan derfor gøre det mindre attraktivt for finansielle institutioner af etablere sig i Unionen, grundet de højere omkostninger. Dette kan derfor ligeledes skabe, i sammenhæng med en række andre omkostninger for EU-selskaber, en reducering af den generelle vækst i EU.[123]

4.4.3 Reducering af netting-effektivitet

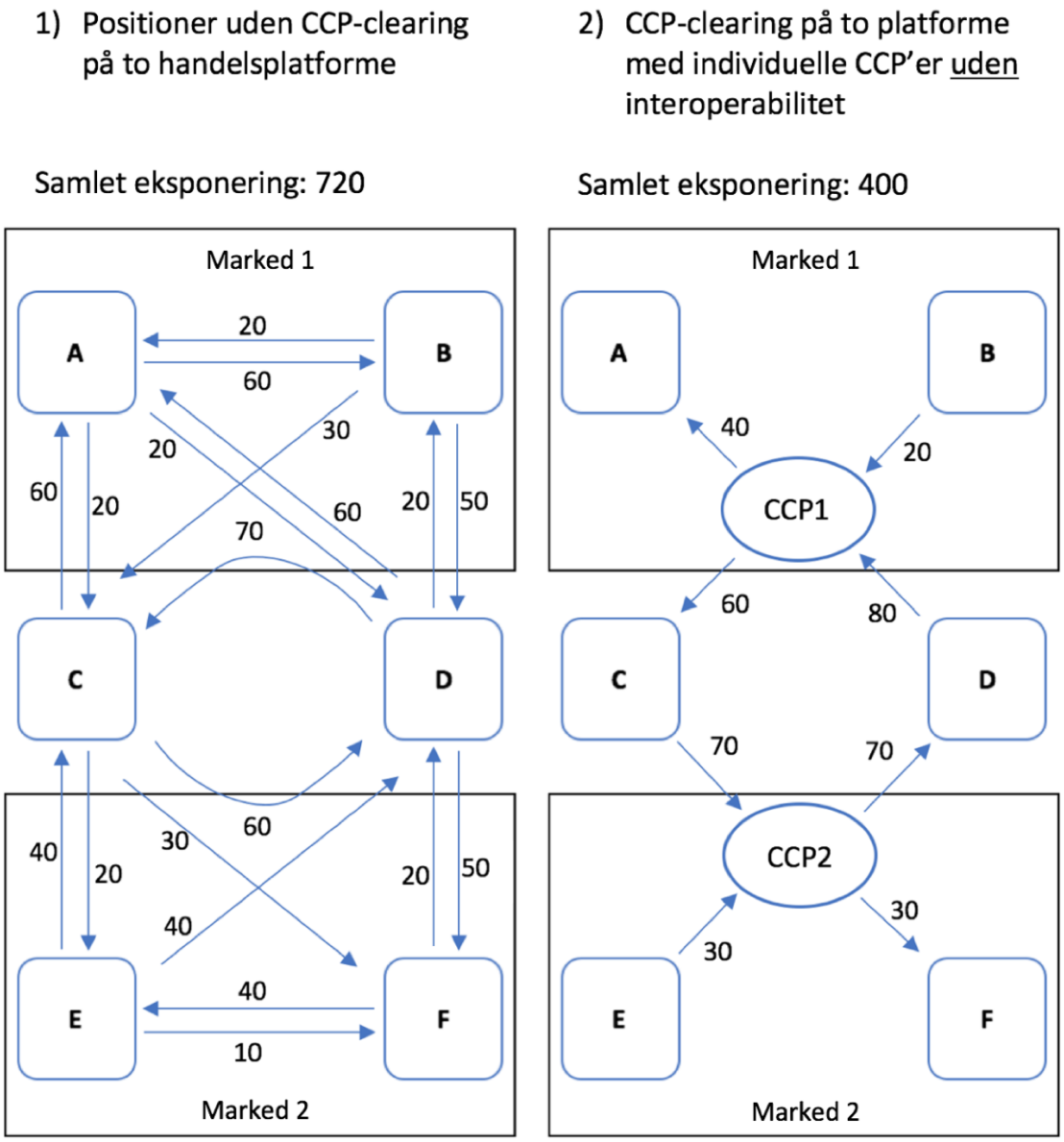
Hvis man ser på det store billede i EU markedet, vil det, set ud fra effektivisering af netting-effekten, være optimalt at have én stor CCP, der kan cleare på tværs af aktivklasser, hvilket illustreres og beskrives nærmere nedenfor i nærværende afsnit. Dette skyldes, at alle fordringer og forpligtelser på markedet vil være samlet ét sted, og at man derfor kan bruge alle forpligtelser modsatrettede og således benytte netting-effekten mest optimalt, da samlede eksponeringer mindskes. Det er dog muligt, at så længe der er visse derivatklasser, som ikke kan cleares gennem en CCP, at clearing ved CCP'er forringer netting-effektiviteten, hvilket skyldes, at der udelukkes bilateral netting mellem parterne ved at kræve clearing ved en CCP på nogle derivatklasser og ikke alle. At have én stor CCP i EU,

[121] Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017. p. 12.
[122] House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19. Chapter 3: Incorporating the EU *acquis* in financial services, paragraph 38.
[123] Machiarelli, Corrado. & Monti, Mara; February 2018; The euro-area denominated payment systems and the conduct of monetary policy: Some considerations ahead of Brexit; DG for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy. p. 18.

der clearer alle derivatklasser, eller få CCP'er, der via interoperabilitet sammen kan cleare alle derivatklasser, må anses for værende ganske urealistisk og et mere teoretisk og tænkt eksempel.[124]

Hvis resultatet af Brexit bliver, at den nuværende clearing, der primært foretages i Storbritannien, bliver fragmenteret som resultat af at flytte f.eks. dele af LCH's forretninger inden for Unionen, er der overvejende sandsynlighed for, at man mindsker noget af den netting-effektivitet, man opnår ved koncentreret clearing hos få store CCP'er. Endvidere vil man kunne forestille sig, at parter på et tidspunkt vil se en fordel i at undgå CCP'er beliggende i Storbritannien på grund af den store usikkerhed omkring reguleringen af disse og deres fortsatte virke i Unionen. Dette vil ligeledes kunne fragmentere markedet for clearing med CCP'er og dermed, som allerede nævnt, mindske netting-effektiviteten. Figur 4.3 nedenfor illustrerer, hvordan netting-effekten opstår gennem central clearing.

[124] Danmarks Nationalbank; 2010, 3. kvartal; Kvartalsoversigt; 15.09.2010. s. 141-142.



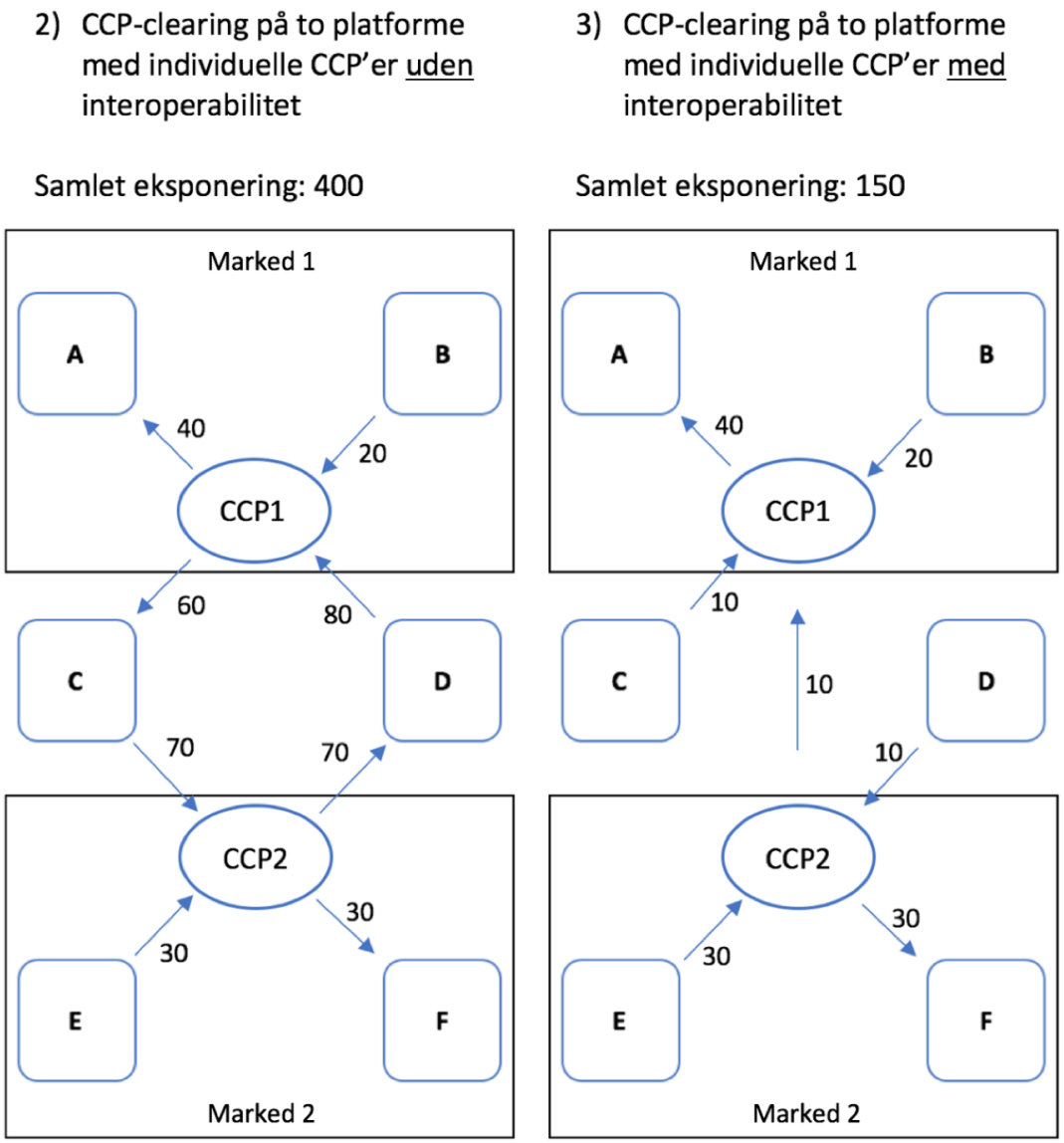
Figur 4.3 – Kilde: Egen tilvirkning – med inspiration fra: Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. figur 6, s. 81.

Figur 4.3 indeholder to eksempler, hvor eksempel 1 illustrerer indbyrdes transaktioner uden clearing, og hvor eksempel 2 illustrerer simpel clearing af transaktioner via CCP'er. Eksempel 1 danner et billede af, hvorledes positioner handles indbyrdes mellem parterne på forskellige markeder, hvilket skaber et stort antal samlede transaktioner. Eksemplet viser, hvordan indbyrdes transaktioner samlet set skaber en større eksponering som følge af det store antal bruttopositioner, hvilket i ovenstående tilfælde udgør en eksponering på 720. Man udnytter hermed ikke den netting-effektivitet, som man opnår gennem bilateral og central clearing, hvilket reducerer den samlede eksponering. Det er dels mere besværligt

og omkostningskrævende for de enkelte parter at indgå i så mange transaktioner, såvel som der opstår likviditetsrisiko for parterne, specielt, hvis en af parterne defaulter. Hvis man antager, at part A defaulter, opstår der et problem for part B, som således har væsentligt større forpligtelser, og man kan derfor forestille sig, at part B kan få problemer med at opfylde sine forpligtelser overfor part C og part D. En sådan effekt medfører systemiske risici og kan i svære tilfælde have katastrofale følger, hvilket bl.a. var noget af det man oplevede under Finanskrisen i 2008. Diverse markedsaktører, herunder store finansielle institutioner af systemisk betydning, såvel som statslige myndigheder og almindelige husstande havde ikke mulighed for at opfylde sine forpligtelser på diverse lån m.v., og en enorm gældskrise spredte sig bl.a. i Europa, som det blev beskrevet i kapitel 2.

Når man f.eks. ved central clearing indsætter CCP'en som led i disse transaktioner, og som står imellem parternes transaktioner, flytter man likviditetsrisici fra alle parterne over på CCP'en. CCP'en er en relativt simpel infrastruktur, hvorfor den er lettere at regulere. Det er derfor muligt at sætte visse rammer for CCP'er gennem regulering, som betyder, at CCP'er i de fleste tilfælde kan modstå disse risici. Eksempel 2 i Figur 4.4 illustrerer, hvorledes de samlede transaktioner går gennem 2 CCP'er, som ikke arbejder sammen. CCP'erne påtager sig risici for handlerne og benytter netting til at mindske antallet af transaktioner ved hjælp af modregning. Den samlede eksponering reduceres således i forhold til den eksponering, der ses i eksempel 1, og falder til 400. Fordelene ved lavere eksponering er de lavere omkostninger, som færre transaktioner indebærer, herunder at man mindsker likviditetsrisici hos markedsaktørerne, som således medfører en mindskelse af kreditrisiko i markedet. Endvidere opnås en væsentlig fordel ved, at man samler risici hos CCP'erne, da man derved reducerer systemisk risiko som følge af de risikohåndteringsmekanismer, som CCP'er har.

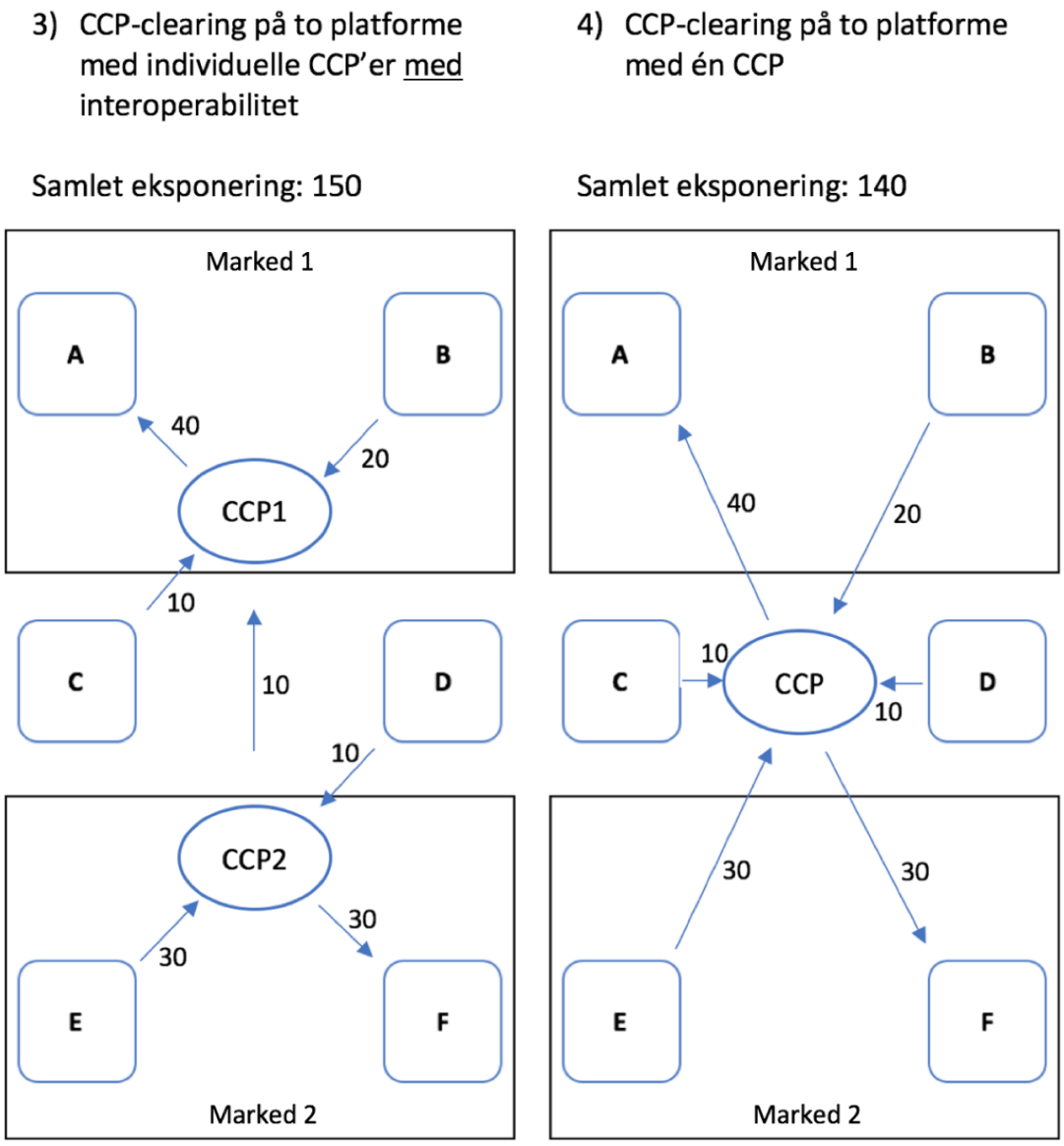
Eksempel 2 afspejler en situation, hvor der ikke eksisterer interoperabilitet mellem de to CCP'er. Ved at etablere en interoperabilitetsordning mellem CCP'erne på markedet, kan der opnås flere fordele. Nogle af de væsentligste fordele er bl.a. en betydelig reducering af den samlede eksponering ved transaktioner, såvel som det samlede behov for sikkerhedsstillelse reduceres. Dette illustreres i figur 4.4 nedenfor.



Figur 4.4 – Kilde: Egen tilvirkning – med inspiration fra: Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. figur 6, s. 81.

I figuren vises to eksempler, der hver især afspejler clearing gennem centrale modparter. Forskellen på de to eksempler ligger i, at der for CCP'erne i eksempel 2 ikke er etableret en interoperabilitetsordning, hvorimod der i eksempel 3 eksisterer en sådan ordning. Der er tydelig forskel på eksponeringen af transaktionerne ved de to konstellationer, hvorfor en samarbejdsordning mellem CCP'er kan være fordelagtig. Årsagen til dette er, at der nettes på tværs af platformene, hvilket øger netting-effektiviteten betydeligt. Som vist i eksempel 3 betyder en sådan ordning i ovenstående tilfælde, at part C deltager i CCP 1, og at part D deltager i CCP 2. Dette resulterer i, at part C's mellemværender med deltagere i CCP 2, som er på -70, modregnes med part D's mellemværender med deltagere i CCP 1 på -80,

hvilket giver en difference på 10, som overføres fra CCP 2 til CCP 1. I figuren ses et fald i samlet eksponering fra 400 i eksempel 2 til 150 i eksempel 3, altså en samlet reducering på 62,5%. Der eksisterer på nuværende tidspunkt ikke et stort antal interoperabilitetsordninger i EU, hvilket behandles nærmere nedenfor i afsnit 4.4.4. Yderligere mindskelse af eksponeringen kan opnås, hvis man, som illustreret i Figur 4.5 nedenfor, knytter al clearing af transaktioner til én CCP.



Figur 4.5 – Kilde: Egen tilvirkning – med inspiration fra: Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. figur 6, s. 81.

Hvis man samler al central clearing hos én stor CCP, opnår man en bedre netting-fordel, som allerede nævnt i nærværende afsnit. Der er dog ikke lige så meget at hente, som det

var tilfældet ved CCP'er, der ikke indgår i interoperabilitetsordninger. Ikke desto mindre er det værd at overveje, at clearing samlet hos én CCP reducerer den samlede eksponering, hvilket illustreres i ovenstående figur. Eksempel 3 illustrerer som nævnt en række transaktioner, som cleares gennem to CCP'er, der indbyrdes har indgået en interoperabilitetsordning. Som det ses i figuren, er der stadig en eksponering i den transaktion, som sker imellem de to CCP'er, hvilket kan undgås, hvis dette led fjernes, og alle transaktioner foretages via én stor CCP. Omend den procentvise reducering er væsentligt mindre, end det var tilfældet ved skiftet fra clearing af CCP'er uden interoperabilitetsordning, fører det stadig omkostningsbesparelser med sig, herunder et mindre behov for sikkerhedsstillelse internt mellem CCP'erne. Der kan dog være andre betragtninger, som taler imod at samle alle eller et for stort antal clearingaktiviteter hos enkelte CCP'er, hvilket omtales nærmere nedenfor.

Der eksisterer en række fordele samt nogle ulemper ved at etablere interoperabilitetsordninger mellem CCP'er. Ud fra en betragtning om reducering af systemisk risiko, gavner netting-funktionen i høj grad, som påvist ovenfor, hvorfor der kan være økonomiske argumenter for at lade alle clearingaktiviteter gå gennem én CCP.[125] Nogle af fordelene ved netting hænger bl.a. sammen med, at der kan opstå *economies of scale* og *economies of scope*. *Economies of scale* opstår, når de gennemsnitlige omkostninger pr. enhed reduceres ved produktionen af flere enheder - det, der også kaldes stordriftsfordele. *Economies of scope* opstår ved, at det betaler sig bedre for én part at producere to forskellige produkter i stedet for, at de to produkter bliver produceret hos to forskellige parter. Her er det således omkostningsminimerende at samle produktionen. Med baggrund i netting-effektivisering er der både *economies of scale* og *economies of scope* i markedet for clearing, da det minimerer de gennemsnitlige omkostninger ved at levere flere clearingydelser, hvor clearing gennem én samlet CCP er den mest optimale løsning i relation til netting-effekten i en økonomisk kontekst. Dette begrundes i, at CCP'en kan effektivisere netting ved flere clearingydelser, såvel som marginomkostningerne minimeres ved at cleare ved samme CCP. Ligeledes kan det, at samle clearinger af forskellige

[125] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements. p. 13.

derivatklasser, omkostningsminimere clearinger, da dette effektiviserer netting og ikke kræver de samme margins.[126]

Med baggrund i *economies of scale* er der incitamenter for at have en større koncentration af clearing, da det er omkostningsminimerende at samle clearingydelserne hos én CCP. Herudover er der høje omkostninger ved at etablere en CCP, hvilket skyldes de høje regulative krav der stilles, herunder de kapitalkrav der tidligere er nævnt i kapitel 3. Dette er med til at favorisere enkelte store CCP'er, da det er omkostningsfuldt at indtræde i markedet for nye centrale modparter. Der er ligeledes incitamenter for en højere horisontal integration, da det skaber *economies of scope*, som ovenfor defineret. Det, at CCP'er kan cleare forskellige derivatklasser, øger netting-fordelene ved central clearing, hvilket reducerer det generelle behov for sikkerhedsstillelser. Dette er, som beskrevet ovenfor, fordelen ved netting, nemlig at kunne bruge modsatrettede fordringer til at mindske risiko og ligeledes mindske behovet for sikkerhedsstillelser.[127] Ved at flere transaktioner bliver clearet gennem en CCP, reduceres den mulige modpartsrisiko grundet den multilaterale netting.[128]

4.4.4 Et fåtal af interoperabilitetsordninger

Såfremt Storbritannien ikke opnår nogle passporting-rettigheder, eller at Kommissionens forslag til ændring af EMIR vedtages, og at en CCP som f.eks. LCH bliver påkrævet at flytte dele af forretningen inden for Unionen, reduceres netting-effektiviteten i markedet, hvilket forringer den finansielle stabilitet i Unionen, såvel som det øger omkostninger for markedsaktører, hvilket blev beskrevet ovenfor i afsnit 4.4.3. I en økonomisk kontekst bør indgåelsen af fornuftige interoperabilitetsordninger mellem CCP'er i Unionen derfor overvejes, herunder indbyrdes med en potentielt nyetableret enhed under LCH inden for Unionen.

I henhold til European Systemic Risk Board's ("ESRB") rapport[129] til Kommissionen fra januar 2016 var der på daværende tidspunkt kun etableret fem interoperabilitetsordninger i

[126] Ibid p. 2.
[127] Domanski, Dietrich. Gambacorta, Leonardo and Picillo, Cristina; December 2015; BIS Quarterly Review; Chapter 'Central clearing: trends and current issues'. p. 63-64.
[128] Ibid p. 70.
[129] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements.

markedet for EU-clearing. LCH Ltd i London er den ene part i tre af disse ordninger.[130] Det antages i nærværende fremstilling, at LCH ikke har indgået mange flere tilsvarende ordninger siden rapportens udgivelse som følge af afstemningen om Storbritanniens udtræden af EU, der fandt sted d. 23. juni 2016, såvel som der siden beslutningen har været en stor usikkerhed om hvilken aftale, der etableres mellem EU og Storbritannien for et fremtidigt samarbejde. I lyset af de fordele, der opstår ved velfungerende interoperabilitetsordninger og som beskrives nærmere nedenfor, synes det en anelse bekymrende, at der ikke er etableret flere aftaler omkring interoperabilitet på nuværende tidspunkt imellem de forskellige CCP'er, der er anerkendte i Unionen. Én årsag til det lave antal interoperabilitetsordninger i Unionen kan antages at have sin baggrund i, at det er de kompetente myndigheder i de respektive medlemslande, der skal godkende ordningerne[131]. Dette vil formentlig kunne gøres mere effektivt, hvis en institution havde beføjelsen til at godkende disse ordninger under tæt kontrol. Der kan endvidere være økonomiske baggrunde for at begrænse omfanget af interoperabilitetsordninger, hvilket kapitlet kommer nærmere ind på nedenfor i afsnit 4.4.5.

I tilfældet af, at f.eks. LCH bliver kategoriseret som en tier 3-CCP, vil den som tidligere beskrevet skulle flytte dele af sine clearingforretninger inden for Unionen. Helt præcist skal den flytte de forretninger, der skal bruges til at cleare euro-denominerede transaktioner for modparter og clearingmedlemmer i EU. Den skal således etablere sig under en ny juridisk ramme i Unionen, hvorfor allerede indgåede interoperabilitetsordninger må formodes at blive opløst, som det også blev diskuteret i kapitel 3 i relation til kontrakters kontinuitet. Dette vil selvsagt ikke være optimalt, hvis der kigges på de netting-fordele, interoperabilitetsordninger medfører. Som vist i Figur 4.4 er den samlede eksponering langt højere, når de forskellige CCP'er ikke har interoperabilitetsordninger. Det kan dog også have visse ulemper, at CCP'erne på den måde er "afhængige" af hinanden.

[130] Ibid p. 10 og 27.
[131] Iht. EMIR art. 54, stk. 1.

4.4.5 Komplikationer ved interoperabilitet mellem CCP'er ud fra en betragtning om systemisk risiko

Der er flere argumenter for, hvorvidt clearing gennem én eller få CCP'er eller om interoperabilitetsordninger mellem CCP'er bidrager til at reducere systemisk risiko. Ved at etablere enheder, som er specifikt egnede til at påtage sig markedsrisici og lade disse indgå i interoperabilitetsordninger, påføres der naturligvis en samlet set stor risiko for de enkelte enheder, hvilket i tilfældet af en default kan få katastrofale følger.[132] Fordelene ved netting bør derfor afvejes og måles i forhold systemisk risiko, der enten opstår ved, at man placerer al risiko på få enheder, eller som netop reduceres som følge heraf, ved at etablere de rette mekanismer. Det er umiddelbart urealistisk kun at have én CCP, hvorfor interoperablitetsordninger bør etableres i stort omfang mellem nuværende og fremtidige CCP'er, som følge af de fordele, der opnås, ved multilateral netting. Fordele og ulemper ved disse ordninger diskuteres straks nedenfor.

Fordele ved interoperabilitet og centralisering af clearingydelser

Den finansielle stabilitet har stor gavn af multilateral netting, hvorfor ordninger indgået mellem de enkelte CCP'er kan være fordelagtige, som det blev påvist ovenfor i afsnit 4.4.3. En stigning i netting-effektiviteten reducerer den totale eksponering i det finansielle system og dermed de potentielle tab for CCP'er og markedsaktører. Afsmitningseffekten ved, at enkelte markedsaktører defaulter, er dermed væsentligt lavere, og markedet påvirkes således ikke i samme omfang.[133] Interoperabilitet mellem CCP'er reducerer også behovet for sikkerhedsstillelse, da den samlede eksponering er mindre, hvorfor nødvendigheden af sikkerhedsstillelse til at dække eksponeringer mellem CCP'er reduceres. Sammenlignet med det teoretisk set "perfekte" scenarie med henblik på netting-fordele, hvor der kun eksisterer én CCP, som foretager alle clearinger, vil flere CCP'er med interoperabilitetsordninger stille højere krav til sikkerhedsstillelse, end det ville være tilfældet, hvis man kun havde den ene CCP. Men krav fra CCP'er og clearingmedllemer om sikkerhedsstillelse i interaoperabilitetsforhold vil være væsentlig lavere, end det er tilfældet ved clearing gennem CCP'er, der ikke indgår i interoperabilitetsordninger, som eksemplerne i afsnit 4.4.3 illustrerede ved mindre eksponering, som følge af netting-effektiviteten ved

[132] Pirrong, Craig; 2011; The Economics of Central Clearing: Theory and Practice; Discussion Papers Series, Number One; University of Houston; ISDA. p. 15.
[133] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements. p. 13.

interoperabilitet. Som følge af et mindre behov for sikkerhedsstillelse, reduceres likviditetsrisici hos markedsaktørerne også, da det bliver lettere at vedligeholde marginkrav.[134]

En yderligere fordel ved interoperabilitet og den afledte netting-effekt heraf er de lavere transaktionsomkostninger.[135] De lavere transaktionsomkostninger er et resultat af den multilaterale netting, der sker ved interoperabilitetsordninger, og den samlede lavere eksponering, der er påvist ovenfor i Figur 4.4. Ved de modsatrettede fordringer er der et behov for et lavere antal transaktioner, da CCP'er ligeledes kan "samarbejde" på tværs af to forskellige markeder. Disse lavere transaktionsomkostninger opnås af begge parter i en clearingydelse, og det er derfor en fordel for parter, der skal have clearet en derivat, da et lavere antal transaktioner kan opnås ved interoperabilitet eller en direkte horisontal integration. Ligeledes er der lavere transaktioner for en CCP, der clearer derivater. Dette opnås ved, at CCP'en samarbejder med andre CCP'er på bestemte markeder, iht. deres interoperabilitetsordning.

Ved at begge parter opnår lavere transaktionsomkostninger, er der ikke det samme behov for sikkerhedsstillelse, opnåelse af stordriftsfordele og det faktum, at man samler viden og erfaring til få CCP'er eller CCP'er, der har samarbejdsordninger. Derfor vil den samlede og individuelle efficiens kunne vurderes ud fra, at en omkostningsminimering alt andet lige er efficient for begge parter og derfor vil være optimal at stræbe efter. At centralisere central clearing ved at have et færre antal CCP'er eller ved at samle clearingaktiviteter gennem interoperabilitetsordninger, kan medføre fordele ved, at CCP'erne kan dele informationer omkring markedet, forbrugerforhold og udvikling.

Når interoperbilitetsordninger er etableret mellem CCP'er, er der sandsynlighed for, at adgangen til markedet for parter, som ønsker at handle derivater, bliver lettere. Dette kan begrundes i, at modparter ofte skal være tilknyttet flere forskellige markeder for at få det mest optimale ud af derivathandlerne til f.eks. afdækning af risici, hvorfor omkostninger til medlemsskaber samt et øget antal transaktioner ved at skulle være tilknyttet flere CCP'er,

[134] Ibid.
[135] CPSS-IOSCO Report; April 2012; Principles for financial market infrastructures. p. 143.

hvor der ikke er etableret interoperabilitetsordninger, kan være væsentligt højere, end tilfældet ville være, hvis man kun skulle tilknyttes én CCP, som skaber relationen til andre markeder via interoperabilitet og dermed nedsætter antallet af transaktioner. Når clearingmedlemmer ikke er afhængige af bestemte CCP'er på forskellige markeder, er der sandsynlighed for en vis konkurrence blandt de eksisterende CCP'er, der således konkurrerer om at optage clearingmedlemmer, hvorfor priserne angiveligt må være lavere, end hvis der ikke var konkurrence. Dette i sig selv sænker omkostninger for medlemmer, hvilket resulterer i en reducering af likviditetsrisiko hos markedsaktørerne.[136] Det må antages, at interoperabilitet gør det muligt for små og mellemstore virksomheder ("SMV'er) at få adgang til markedet, således at disse virksomheder kan benytte derivataftaler, der skal cleares gennem en CCP, til at nedsætte deres individuelle risici.

Interoperabilitet medfører således en række fordele, herunder højere netting-effektivitet, en øget markedslikviditet og mere konkurrence mellem de enkelte CCP'er, såvel som collateralstyring gøres mindre komplekst, hvilket alt andet lige må bidrage til at styrke den finansielle stabilitet og sænke systemisk risiko i markedet. At man risikerer en fragmentering af markedet for clearing, ved dels at flytte dele af LCH's forretninger inden for Unionen og samtidig opløse eksisterende interoperabilitetsordninger, er således trussel mod den finansielle stabilitet i en økonomisk kontekst.

Ulemper ved interoperabilitet og centralisering af clearingydelser

En række fordele ved interoperabilitetsordninger mellem CCP'er blev fremhævet ovenfor. De positive effekter danner dog ikke det fulde billede af, hvad interoperabilitet potentielt kan medføre ved en centralisering af markedet. Der eksisterer også en række udfordringer ved interoperabilitet, som er værd at nævne, og som ligeledes gælder for et marked bestående af én stor eller få CCP'er.

Den multilaterale netting-effekt er på mange måder gavnlig for derivatmarkederne, da det resulterer i en reducering af de deltagende parters eksponering, hvilket i sig selv bærer mange fordele med sig. Men ved interoperabilitet mellem CCP'er opstår der en eksponering

[136] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements. p. 14.

indbyrdes mellem CCP'erne, som i forvejen bærer en ganske stor mængde risiko, hvorfor det er helt afgørende, at der eksisterer en høj grad af sikkerhedsstillelse for CCP'ers indbyrdes mellemværender.[137] Denne indbyrdes margin mellem CCP'erne ved interoperabilitetsordninger kaldes inter-margin og skal dække det scenarie, hvor en af de forbundne CCP'er går konkurs. Inter-margin består af indskud fra parterne, og der kan derfor i nogle tilfælde kræves mere sikkerhed fra parterne i disse tilfælde. Ved at to CCP'er afhænger af de interoperabilitetsordninger, der er indgået, vil en generel operationel risiko forøges. Dette skyldes, at hvis der opstår en fejl mellem de to CCP'er, f.eks. med kommunikationen inter partes, vil det ikke være muligt at handle på tværs af CCP'erne.[138]

For at sikre den systemiske risiko vil alle de trin i modellen om default waterfall, der er gennemgået i afsnit 4.3.4, normalt være tilstrækkelige. Man kan dog forestille sig, at ved ekstreme faldgrupper i markedet, hvor store deltagere defaulter, hvilket medfører, at clearingmedlemmer ikke kan leve op til deres forpligtelser, hvis der er tale om så store chokbølger, hvor et stort antal af deltagere ikke er tilstrækkeligt likvide, at en given CCP kan gå hen og defaulte. Derved vil interoperabilitetsordninger medføre en form for dominoeffekt, hvor CCP'erne er så afhængige af hinanden, at store udsving i markedet kunne resultere i, at CCP'erne defaulter på stribe. Hvis én CCP på den måde defaulter, kan det have en så bred systemisk effekt, at deltagerne muligvis får svært ved at styre sine positioner i markedet og vil blive nødt til at finde andre alternativer for at gennemføre kontrakterne i et marked, der i forvejen er rødglødende. Det kan dog være svært at forestille sig en situation som denne, når EU regulerer så kraftigt på markedet for central clearing for at begrænse den systemiske risiko.[139]

Hvis de to CCP'er i en interoperabilitetsordning benytter sig af forskellige margin-systemer, kan der opstå situationer, hvor der bliver opkrævet for lidt margin. Dette kan tænkes i tilfælde, hvor en CCP genbruger en deltagers margin, og hvor de opkrævede marginer i denne CCP er lavere end de marginer, der er opkrævet hos den anden CCP i

[137] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements. p. 15.
[138] Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016. s. 80.
[139] Domanski, Dietrich. Gambacorta, Leonardo and Picillo, Cristina; December 2015; BIS Quarterly Review; Chapter 'Central clearing: trends and current issues'. p. 68.

interoperabilitetsordningen. Dette vil resultere i en forøgelse af risiko og dermed en større sandsynlighed for, at den ene CCP påvirker den anden CCP negativt.[140]

4.5 Delkonklusion

Nærværende kapitel har ud fra et økonomisk synspunkt belyst nogle af de udfordringer, der opstår ved, at CCP'er etableret i Storbritannien flytter inden for Unionen som følge af mangel på passporting-rettigheder, eller ved at visse CCP'er af særlig stor systemisk betydning (tier 3) kan, hvis Kommissionens lovforslag til ændring af EMIR vedtages, blive påkrævet at flytte dele af sine forretninger inden for EU, såfremt de pågældende CCP'er fortsat ønsker at levere clearingydelser i Unionen. Analysen har fundet, at der ved at påkræve flytning af CCP'er, såfremt de ønsker at levere clearingydelser i Unionen, skabes en risiko for en fragmentering i markedet for clearing, hvilket overordnet set resulterer i en negativ udvikling for den finansielle stabilitet i Unionen. Markedet for central clearing har vist sig at bære mange fordele med sig, herunder en reducering af de markedsrisici, der eksisterer som følge af, at modparters risici flyttes over hos CCP'er, der via sine default waterfall mekanismer kan bære disse risici og modstå tendenser i markederne, hvorfor en fragmentering synes overvejende negativ for systemisk risiko. Ved centralisering reduceres kreditrisici som følge af, at markedsaktører ikke længere påvirkes i samme omfang af én eller flere modparters default, og at parterne er garanteret at få opfyldt sine krav. En reducering af kreditrisiko gør markederne mere robuste og bidrager således til at styrke den finansielle stabilitet. En fragmentering af markedet øger med stor sandsynlighed kreditrisici i markederne, hvorfor dette er negativt for den finansielle stabilitet. Kapitlet har fremhævet fordelene ved netting-mekanismen, som CCP'er benytter til at reducere den samlede eksponering i markederne. Netting-effekten opstår som følge af, at modsatrettede fordringer modregnes og fordeles ud mellem parter, således at antallet og volumen af transaktioner mindskes, som således reducerer den samlede eksponering i markederne. En sådan mindskelse af eksponeringer resulterer i, at markedsaktører er mere likvide, hvilket sænker likviditetsrisici, som således ligeledes bidrager til at styrke den finansielle stabilitet i Unionen. Derfor vil en adspredelse af clearingmarkedet have negative konsekvenser for systemisk risiko.

[140] European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements. p. 18.

Der ses en række fordele i at lade CCP'er indgå i interoperabilitetsordninger, hvilket medfører en betydelig reducering af eksponeringer i markedet samt sænker behovet for sikkerhedsstillelse, hvorfor parterne til derivattransaktioner har lavere omkostninger forbundet med at indgå i derivathandler, der således gør dem mere likvide. Den store stigning i netting-effektiviteten som følge af interoperabilitet bidrager ligeledes til at sænke tab for CCP'er og markedsaktører, og afsmitningseffekten ved, at enkelte markedsaktører defaulter, er derfor væsentligt lavere, hvorfor markedet ikke bliver påvirket i samme omfang. Teoretisk set opnår man den bedste netting-effekt ved at lade al clearing ske gennem én stor CCP, hvor kravet til sikkerhedsstillelse vil være lavere, men dette er et tænkt eksempel, og der vil være fare for, at man placerer for meget risiko på én enhed, hvilket kan have katastrofale følger for det finansielle system, såfremt CCP'en uventet skulle gå hen og defaulte. Der kan ligeledes tænkes at være konkurrence- og markedsmæssige aspekter, som forhindrer dette. Interoperabilitet og den afledte netting-effekt heraf reducerer transaktionsomkostninger, som følge af den multilaterale netting, hvor modregning af modsatrettede fordringer på forskellige markeder resulterer i et mindre antal transaktioner, hvilket bidrager til forøget likviditet hos markedsaktører, såvel som for CCP'er. Der er en række andre fordele ved interoperabilitet, herunder at markedsadgangen til handlen med derivater gøres lettere, at der opstår en naturlig konkurrence mellem CCP'er, som potentielt sænker medlemsgebyrer, og at selskaber får større mulighed for afdækning af risici via handlen med derivater, som reducerer kreditrisici og likviditetsrisici og dermed styrker finansiel stabilitet. Omend der synes at være mange fordele ved interoperabilitet, bør forholdene afvejes mod de ulemper, som centralisering af clearingydelser tilmed kan medføre. Den eksponering, som opstår mellem CCP'er, der indgår i en interoperabilitetsordning, bør have en høj grad af sikkerhedsstillelse grundet den ekstremt store mængde risiko, som CCP'er bærer på. Ved ekstreme faldgrupper i markedet, hvor mange betydningsfulde markedsaktører defaulter, må der antages at være en stor sandsynlighed for, at dette påfører CCP'erne ganske store tab. I tilfældet af interoperabilitet opstår risikoen for en domino-effekt blandt CCP'er, da de er så afhængige af hinandens forpligtelser, hvilket i værste fald vil resultere i, at CCP'erne defaulter. Dette er en enorm risiko at løbe ved at placere så meget markedsrisiko på CCP'erne, hvilket i tilfældet af kollektiv default skaber en enorm trussel for den finansielle stabilitet. Ikke desto mindre

synes der at være overvejende fordele ved interoperabilitet, hvorfor man bør sikre sig, at de rette risikohåndterings- og default-mekanismer er på plads i sådanne ordninger.

Alt i alt kan det konkluderes, at en fragmentering af markedet for central clearing af derivater alt andet lige har en negativ effekt på systemisk risiko som følge af en forringelse af netting-mekanismen samt øgede omkostninger i markedet, hvilket samlet set påvirker den finansielle stabilitet negativt. Ved en fragmentering øges omkostninger i markedet, hvilket gør markedsdeltagere mindre likvide, og likviditetsrisici øges på baggrund heraf. EU og Storbritannien bør i udgangspunktet ud fra økonomiske overvejelser derfor overveje en løsning, som indebærer, at man fortsat tillader tredjelands-CCP'er muligheden for at levere clearingydelser fra Storbritannien, evt. underlagt ekstraordinære krav og kontrol. Der kan være en række politiske overvejelser, som gør en sådan løsning uattraktiv for Unionen, hvorfor man i tilfældet af, at en sådan løsning ikke etableres, bør overveje at fremme interoperabilitet mellem CCP'er i Unionen, da dette vil reducere samlede eksponeringer i markeder, som således vil mindske kredit- og likviditetsrisiko for markedsaktører, herunder CCP'er, hvilket bidrager til at styrke det finansielle system. Sådanne ordninger bør i det hele taget fremmes, da der på nuværende tidspunkt er et fåtal etablerede ordninger, hvor flere af disse må antages at blive opløst i tilfældet af, at LCH bliver påkrævet af flytte.

Kapitel 5 - Den “optimale” løsning fra et integreret perspektiv

5.1 Indledning

Kapitel 3 og 4 analyserede nogle af de juridiske og økonomiske udfordringer, der opstår i markedet for central clearing af derivater som følge af Storbritanniens udtræden af EU. Nærværende kapitel samler nogle af disse betragtninger og inddrager ligeledes politiske interesser, som kan være afgørende for parternes valg af en eventuel samarbejdsordning om adgang til markedet for central clearing af derivater i Unionen. Afsnit 5.2 introducerer læseren for nogle af de politiske interesser, som Unionen og Storbritannien har ift. at finde et fælles grundlag. Afsnit 5.3 præsenterer læseren for mulige løsningsmodeller til en fremtidig samarbejdsaftale mellem EU og Storbritannien, herunder nogle af de fordele og ulemper som de forskellige modeller medfører for parterne. Afsnit 5.4 sætter selve forhandlingen og løsningsmodellerne op som et sekventielt spil, hvor det er muligt at finde frem til den samlet set mest optimale løsning, som parterne kan blive enige om. I forhold til den løsning for et samarbejde, som EU og Storbritannien i spillet, når frem til, beskriver afsnit 5.5 ved hjælp af principal-agent teori parternes fremtidige roller, herunder den interessekonflikt, der kan antages at eksistere, som principalen bør begrænse konsekvenserne af. En integreret delkonklusion fremsættes i afsnit 5.6.

5.2 Modstridende interesser

Kapitel 3 fandt frem til, at der ud fra et juridisk perspektiv kan være fordele i at lave en konstellation mellem EU og Storbritannien, som betyder, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer på visse områder anerkendes som ækvivalente med EU’s krav, som scenarie 2 foreskrev, herunder med en modifikation, som lader markedsaktører beholde sine passporting-rettigheder, således at de fortsat kan levere ydelser i Unionen. Kapitel 4 konkluderede, at der er økonomiske argumenter for, at man bør undgå en fragmentering af markedet for central clearing af derivater ved at lade CCP’er beholde sine passporting-rettigheder, som således ikke er tvunget til at flytte som følge heraf, og ved at tillade tier 3-CCP’er fortsat at operere fra Storbritannien, da dette bidrager til at opretholde den finansielle stabilitet, som i modsatte fald blive negativt påvirket, såvel som en fragmentering ligeledes kan ske, hvis ikke man har etableret de rette interoperabilitetsordninger. Trods en række argumenter for at bevare markedet for central

clearing under nogenlunde samme ramme, som tilfældet er på nuværende tidspunkt, dog med styrkelse af interoperabilitet mellem CCP'er, kan der være dels politiske interesser samt andre overvejelser, som har indflydelse på udfaldet af Brexit. EU ønsker i henhold til deres ændringsforslag til EMIR[141] at rette op på uoverensstemmelser i tilsynet med EU- og tredjelands-CCP'er, jf. forslagets betragtning 9 i præamblen. Årsagen til dette skyldes bl.a. en eksisterende mulighed for tilsynsarbitrage blandt tilsynsmyndigheder.[142] Uigennemsigtighed i derivatmarkederne spillede en stor rolle for Finanskrisens udbrud, som det blev beskrevet i kapitel 2. Efterfølgende tiltag i overensstemmelse med G20-mødet i Pittsburgh i 2009 handlede i høj grad om at skabe mere gennemsigtighed i de finansielle markeder, herunder især derivatmarkederne. Der må være en klar forventning om, at EU har et fortsat ønske om at styrke det finansielle system i Unionen, hvorfor en løsning, der indebærer, at CCP'er af særligt stor systemisk betydning ikke bliver underlagt Unionens fulde tilsyn, kan tænkes at være i uoverensstemmelse med Unionens interesser. Selvom ændringsforslaget til EMIR endnu ikke er vedtaget, må der formodes at være nogenlunde bred konsensus blandt EU-myndigheder om, at et stærkere tilsyn med CCP'er af stor betydning er nødvendigt, og at disse er underlagt særligt store krav. Kommissionen fremhæver i forslagets betragtning 24 i præamblen, at Storbritanniens udtræden vil betyde, at en stor andel finansielle instrumenter i medlemsstaternes valutaer i fremtiden vil blive clearet af tredjelands-CCP'er i Storbritannien, og at dette skaber store udfordringer for Unionens og medlemsstaternes myndigheder i forhold til at sikre finansiel stabilitet. Unionen må forventeligt have en interesse i, at såfremt Storbritannien ønsker at have adgang til det indre marked, skal de være underlagt EU's bestemmelser herfor. Ligeledes formodes Storbritannien at have en politisk agenda, hvor de undgår at deltage i f.eks. EØS-samarbejdet, da de i så fald vil blive underlagt alle Unionens regler, men uden at have mulighed for at påvirke disse, og Storbritannien ønsker jo netop at bryde ud af denne lovgivningsmæssige ramme.[143]

[141] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.
[142] Ibid s. 9.
[143] Alexander, Kern. Barnard, Catherine. Ferran, Eilís. Lang, Andrew & Moloney, Niamh; 2018; Brexit and Financial Services - Law and Policy; Oxford; Hart Publishing. preface.

Som konsekvens af, at EU og Storbritannien på visse områder har modstridende interesser, er det usandsynligt, at det kun er markedets interesse, som har indflydelse på udfaldet af en indbyrdes aftale, der giver adgang til markedet for finansielle tjenesteydelser. Det er altså således ikke kun økonomiske og juridiske interesser, der varetages, og nærværende fremstilling inddrager derfor en ny faktor i "spillet" - nemlig *politik*. Politiske interesser kan have helt afgørende betydning for udfaldet af en aftale, hvorfor denne faktor spiller en ganske betydelig rolle for forhandlingerne til en samarbejdsaftale mellem EU og Storbritannien. Man kan derfor forestille sig, at parterne - hvis man kun forholder sig til jura og økonomi - i et vist omfang vil handle irrationelt, når de indbyrdes skal forhandle en aftale på plads om Unionens og Storbritanniens fremtidige samarbejde. Dermed ikke sagt, at der er tale om irrationalitet i det store billede, hvor mange faktorer inddrages for at finde den samlet set mest optimale løsning, men blot ud fra økonomiske (efficiensmæssige) og juridiske (reguleringsmæssige) betragtninger.

5.3 Løsningsmodeller

5.3.1 Væsentlige faktorer for forhandlingen af en samarbejdsaftale

Hvis man anser forhandlingerne mellem EU og Storbritannien som en slags spil i relation til en samarbejdsaftale vedrørende adgangen til de finansielle markeder, herunder især markedet for central clearing af derivater, hvor begge parter har nogle valg, der skal træffes, såvel som en strategi, der skal sættes, og hvor nærværende fremstilling for simpelhedens skyld kun forholder sig til tre afgørende faktorer, nemlig *jura*, *økonomi* og *politik*, vil det være muligt at komme med et bud på en aftale, som kan tilfredsstille begge parters behov. Nærværende kapitel ønsker derfor at portrættere dette spil, som således skal lede til en løsning af de udfordringer, som fremstillingen har fremsat på baggrund af Brexit-situationen i relation til markedet for central clearing af derivater.

For at muliggøre dette spil, er det nødvendigt at definere spillerne, herunder hvilken part, der har forhandlingsstyrken. Spillerne udgør selvsagt 1) EU, der antages at repræsentere Unionen, herunder samtlige medlemsstater, og som handler i hele Unionens interesse på baggrund af tre faktorer (i nærværende analyse), herunder jura, økonomi og politik, og 2) Storbritannien, som antages at agere på vegne af alle medlemslande i Storbritannien på baggrund af de samme tre faktorer. Selvom det på baggrund af nærværende fremstillings

analyser gavner både Storbritannien og EU at indgå i en samarbejdsaftale, der i et vist omfang etablerer en gensidig adgang til markedet for central clearing af derivater, antages der er være modstridende forhold, hvorfor ingen af parterne formentlig opnår en løsning, der er mest optimal for den enkelte eller begge parter. Det må ligeledes antages, at Storbritannien opnår det største udbytte ved at etablere et samarbejde vedrørende adgangen til det indre marked for finansielle tjenesteydelser, da alternativet vil være slet ikke at få adgang til de finansielle markeder i Unionen, hvorimod det må antages at være "mindre" afgørende for Unionen at etablere et samarbejde, som giver medlemsstaterne adgang til Storbritannien, der sammenlignet med Unionens aggregerede økonomi er væsentligt mindre. Hermed ikke sagt, at et fortsat samarbejde ikke vil være til ekstremt stor gavn for Unionen også, da adgangen til finanssektoren i Storbritannien er ganske lukrativ for aktører i Unionen.[144] Men på baggrund af en formodet større interesse fra Storbritanniens side, antager vi i nærværende fremstilling, at EU står stærkest i forhandlingerne, der således står med det afgørende valg for en aftale om adgang til markedet for central clearing af derivater i Unionen. Når dette er på plads er det muligt at placere parterne i "spillet", og det er nu nødvendigt at definere spillernes valg og løsningsmodeller.

5.3.2 Storbritannien som EØS-medlem

Et af de mulige resultater af forhandlingerne mellem EU og Storbritannien er, at Storbritannien bliver medlem af Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS). Dette ligner det forhold, som Norge har med EU, og det kan derfor betegnes som den "norske model". Som medlem af EØS vil Storbritannien have adgang til EU's indre marked, men vil samtidig være underlagt meget af EU's lovgivning fuldt ud. Selvom Storbritannien således vil være bundet af EU's regler fuldt ud, vil de ikke have direkte indflydelse på udformningen af denne. Med tanke på Storbritanniens udtalelser om, at de ikke ønsker at være en del af den frie bevægelighed for personer, såvel som lovgivning de ikke har indflydelse på, virker en "norsk model" ikke sandsynlig for Storbritannien. Selvom modellen ikke er politisk optimal for Storbritannien, bringer den en række fordele med sig. CCP'er lokaliseret i Storbritannien vil som udgangspunkt ikke miste deres passporting-rettigheder,

[144] House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19. Chapter 3: Incorporating the EU *acquis* in financial services, paragraph 141.

da de ikke umiddelbart vil blive betragtet som tredjelandsvirksomheder.[145] CCP'er vil således kunne fortsætte deres virke uden store ændringer. Dette bringer juridiske fordele med sig i relation til de problemstillinger, der er analyseret i kapitel 3. CCP'er skal derfor ikke ansøge om anerkendelse som tredjelands-CCP'er med tilladelse til at levere clearingydelser i Unionen, og Storbritannien skal ligeledes ikke opnå en positiv ækvivalensafgørelse på området forinden, såvel som Storbritannien vil være underlagt samtlige EU retsakter, hvorfor der ikke opstår juridisk risiko for, at landets retlige og tilsynsmæssige rammer ikke er modnet tilstrækkeligt på datoen for Storbritanniens udtræden af Unionen. Dette vil være en fordel for de CCP'er, der etableret i Storbritannien, da de ikke vil opleve den usikkerhed omkring fortsat at kunne levere clearingydelser i Unionen. Hertil vil EU fortsat kunne holde tilsyn med CCP'er i Storbritannien og kunne øge gennemsigtigheden i Unionen. Hvis man forestiller sig, at Storbritannien automatisk overgår til at være medlem af EØS post-Brexit, undgår man ligeledes den 'cliff edge'-effekt hvor eksisterende kontraktforhold potentielt kollapser.

Den ovenfor nævnte løsning sikrer umiddelbart mod en fragmentering af markedet, da man hverken direkte tvinger CCP'er fra Storbritannien (tier 3-CCP'er) til at flytte indenfor EU27 eller indirekte ved f.eks. at forsinke ækvivalensprocessen, der er nødvendig for, at CCP'er etableret i Storbritannien kan blive anerkendt som tredjelands-CCP'er. Herudover opnås en række omkostningsmæssige fordele ved at lade Storbritannien bevare den centrale rolle i markedet for clearingydelser i Unionen. Der kan således fortsat opnås stordriftsfordele, og ligeledes kan en samling af informationer og erfaringer styrke og udvikle markedet. Endvidere må det antages, at de nuværende interoperabilitetsordninger kan forblive intakte, hvilket vil medføre væsentlige netting-fordele. Dette er illustreret i kapitel 4, hvor interoperabilitetsordninger medfører en betydelig reducering af eksponeringer i markedet, som endvidere sænker behovet for sikkerhedsstillelse, hvor også parterne opnår generelt lavere omkostninger, hvilket bidrager til en reducering af systemisk risiko.

Denne løsning kan håndtere mange af de udfordringer, som Brexit medfører og vil kort sagt kunne sikre, at Unionen fortsat kan holde et tæt tilsyn med CCP'erne i Storbritannien, såvel som CCP'er vil kunne fortsætte deres virke uden de store juridiske ændringer. Man vil

[145] Alexander, Kern. Barnard, Catherine. Ferran, Eilís. Lang, Andrew & Moloney, Niamh; 2018; Brexit and Financial Services - Law and Policy; Oxford; Hart Publishing. p. 115-121.

bevare netting-fordele ved allerede etablerede interoperabilitetsordninger og opnå en række omkostningsmæssige fordele. Løsningen er umiddelbart den mest optimale, men når der tages højde for Storbritanniens politiske ønske om ikke at være underlagt EU's retsakter fuldt ud, vil Storbritannien antageligvis ikke vælge en sådan løsning. Som et alternativ til medlemskab i EØS er det muligt, at Storbritannien vil være interesseret i en relation til EU, der udelukkende afhænger af bilaterale aftaler mellem parterne. Dette minder på mange måder om den ordning, som f.eks. Schweiz har med EU. En tilsvarende og i noget omfang modificeret model præsenteres nedenfor, som vi i nærværende fremstilling kalder for den "schweiziske model".

5.3.3 Den 'schweiziske model' - modificeret

Ved ikke at være medlem af EØS vil Storbritanniens forhold til EU afhænge af bilaterale aftaler, der skal indgås mellem de to parter. Sådanne aftaler har Schweiz indgået med EU på områder om frihandel af visse varer og tjenesteydelser og fri bevægelighed for personer. Disse bilaterale aftaler kan som udgangspunkt indgås på hvilket som helst område, som parterne måtte ønske. F.eks. har Schweiz en aftale med EU om markedsadgang og reducerede reguleringsmæssige hindringer for forsikringsvirksomheder etableret i hver jurisdiktion, der sælger forsikringer (dog ikke livsforsikringer). Aftalen gælder dog kun på dele af forsikringsområdet og er den eneste bilaterale aftale mellem de to parter på området for markedsadgang for udbydere af finansielle tjenesteydelser og er tilbage fra 1989. Da der derfor ikke er yderligere aftaler på det relevante område, skal schweiziske firmaer, der ønsker at være en del af EU's indre marked, etablere en juridisk enhed i form af et datterselskab i et EU/EØS-land og flytte de aktiviteter, som skal udbydes på det indre marked, til det datterselskab. Således bliver schweiziske selskaber anset for værende tredjelandsselskaber, da Schweiz ikke har yderligere bilaterale aftaler på området for finansielle tjenesteydelser. Schweiz har siden 2013 prøvet at forhandle en aftale om en bedre adgang for schweiziske firmaer til modparter i Unionen.[146] Der har dog været visse stridigheder mellem Schweiz og EU, hvorfor der ikke endnu er indgået en aftale. Hvis Storbritannien ønsker at forhandle en model med EU, som ligner den schweiziske, er det uden tvivl EU, der har en vis forhandlingsstyrke ved indgåelsen af nye bilaterale aftaler.

[146] Alexander, Kern. Barnard, Catherine. Ferran, Eilís. Lang, Andrew & Moloney, Niamh; 2018; Brexit and Financial Services - Law and Policy; Oxford; Hart Publishing. p. 127-129.

Selvom parterne i nogle tilfælde har lignende interesser, stiller EU højst sandsynligt en række vilkår, som skal indskrives i aftalen, og som i tilfældet af Storbritanniens modvilje derfor ikke bliver indgået. EU har dog meget værdi at hente ved at indgå bilaterale aftaler med Storbritannien ved denne løsning, således at man ikke risikere at fragmentere markedet unødigt, der langt fra er økonomisk optimalt for Unionen, hvilket blev påvist i kapitel 4. Det formodes derfor, at begge parter har en interesse i at bevare en tættere relation end den, som Schweiz har med EU. En relation baseret på bilaterale aftaler mellem Unionen og Storbritannien betragter nærværende fremstilling derfor som en modificeret udgave af den schweiziske model. Denne model kan ligeledes sammenlignes med scenarie 2, som blev gennemgået i kapitel 2 og 3, og som afspejler en situation med mellem adgang til EU's finansielle markeder for Storbritannien.

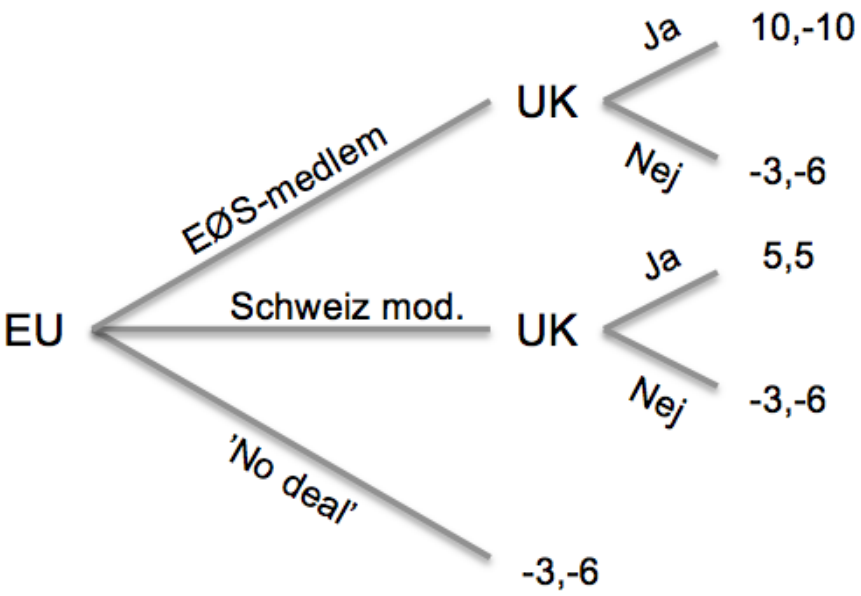
5.3.4 'No deal'

Den tredje løsning er i udgangspunktet en opløsning af forholdet mellem de to parter, hvor der ikke etableres et aftaleforhold om adgang til det indre marked, herunder kapitalmarkedet. Denne sidstnævnte mulighed synes ikke optimal for nogen af parterne, da den afspejler samme situation som scenarie 3, der blev gennemgået i kapitel 2 og 3 i nærværende fremstilling, og som ligeledes fører en række negative konsekvenser med sig af juridisk og økonomisk karakter, hvoraf flere af disse blev fremhævet i hhv. kapitel 3 og 4. Det er ganske vist en mulighed og tilmed et realistisk scenarie, såfremt Unionen og Storbritannien ikke kan nå til enighed om en samarbejdsaftale, men det må forventes, at parterne ønsker at nå til enighed og finde en løsning, som både afspejler juridiske, økonomiske og politiske interesser hos parterne som følge af, at der er gensidig interesse for at etablere handelsforhold og opretholde fordelene ved og sikkerheden i de finansielle markeder. Det er dog ligeledes værd at fremhæve her, at konsekvenserne af et 'no deal'-scenarie må antages at være værst for Storbritannien, hvorfor EU synes at besidde forhandlingsstyrken.

5.4 Forhandlingen mellem EU og Storbritannien

Hvis man anser forhandlingerne som et spil og de ovennævnte løsningsmodeller som spillernes valgmuligheder, vil det være muligt at opstille et sekventielt spiltræ, som illustrerer,

at spillerne har individuelle valg, som ikke skal foretages på samme tid, hvorfor den enkeltes valg afhænger af den anden spillers valg. Med andre ord vil EU, der som følge af at besidde forhandlingsstyrken, have det første træk til at tilbyde en aftale, som Storbritannien så ved det næste træk kan beslutte at acceptere eller afvise med hhv. 'ja' og 'nej', som illustreret i Figur 5.1 nedenfor. Det antages endvidere at begge parter har fuld information omkring løsningsmodeller, og hvilket output de forskellige valg giver.



Figur 5.1 – Kilde: Egen tilvirkning

Figuren indeholder de 3 løsningsmodeller, som blev gennemgået ovenfor. Hvert scenarie er blevet tildelt en fiktiv værdi, som afspejler det output, parterne forventes at få ved at foretage de konkrete valg. De enkelte værdier er en sammenslutning af juridiske, økonomiske og politiske forhold, som er afgørende for spillernes valg. Hvis man tager udgangspunkt i 'no deal'-scenariet, kan det antages, at ingen af parterne opnår noget, men at de faktisk bliver stillet værre som følge af de konsekvenser, 'no deal'-scenariet medfører, som bl.a. blev gennemgået i kapitel 3 og 4. Årsagen til, at EU's output bliver -3, og at Storbritanniens output bliver -6, er, som det blev beskrevet ovenfor, at det må antages, at Storbritannien er værre stillet i en 'no deal'-situation, hvor de ikke får adgang til det indre marked, end det vil være tilfældet for EU, som ikke får adgang til Storbritannien. Outputtet skal ses som en "lav" værdi for begge parter. Scenariet er meget tilsvarende med det scenarie 3, der blev opstillet i kapitel 2 og 3. Den løsningsmodel, der kan kaldes en 'modificeret Schweiz model', afspejler

en situation, hvor EU og Storbritannien har muligheden for at indgå et samarbejde baseret på bilaterale aftaler, og hvor Storbritannien overgår til at være et tredjeland, hvis retlige og tilsynsmæssige rammer f.eks. er anerkendt som ækvivalente, såvel som virksomheder er tilkendt passporting-rettigheder. Modellen kan anses som tilsvarende med scenarie 2, der blev introduceret og gennemgået i hhv. kapitel 2 og 3. Valgmulighederne afspejler situationer, hvor Storbritannien enten accepterer løsningsmodellen, som således giver et output til hver af parterne på 5, eller hvor Storbritannien afviser løsningen, der således giver en værdi på -3 til EU og -6 Storbritannien. Ved at acceptere, opnår parterne hver 5, som således skal indikere, at parterne potentielt havde håbet på et højere output gennem en anden konstellation, der formentlig kun ville tilfredsstille den ene part, hvorfor dette skal ses som en slags "mellem" værdi for hver af parterne. Såfremt Storbritannien afviser løsningen, betragtes valget som en 'no-deal'-situation, der således giver samme resultat som i 'no-deal'-scenariet. Den sidste mulighed er EØS-modellen, som blev beskrevet ovenfor, og skal ikke forveksles med scenarie 1, der blev gennemgået i kapitel 2 og 3, da EØS-modellen afspejler en situation, hvor Storbritannien har fuld adgang, dog uden indflydelse, men samtidig er fuldt ud underlagt størstedelen af EU's retsakter på frihandelsområdet. Ved EØS-løsningen har Storbritannien igen mulighed for at give accept eller afvisning på muligheden. En accept giver en ganske høj værdi for Unionen, da dette skal afspejle den situation, at Storbritannien er fuldt ud underlagt EU's regler på frihandelsområdet og samtidig ikke har indflydelse på lovgivningen, såvel som løsningen ikke medfører ret mange juridiske og økonomiske udfordringer. Dette må derfor afspejle den mest optimale situation for EU og skal anses som en "høj" værdi for EU med et output på 10. Men da denne løsning binder Storbritannien til ganske omfattende lovgivning, hvilket Storbritannien i deres beslutning om at forlade Unionen formentlig har ønsket at undgå, kan scenariet anses for at være dårligere end 'no deal'-scenariet for Storbritannien, hvorfor værdien sættes til -10. Derimod fører en afvisning til, at der ikke etableres en aftale, og parterne er således tilbage til 'no-deal'-scenariet.

Rammerne omkring spillet er nu fastlagt, og spillet kan blive løst. Løsningen bør i dette tilfælde findes ved hjælp af 'backwards induction'-metoden, hvilket er en løsningsmetode, hvor det sekventielle spil løses bagfra. Derfor betragtes Storbritanniens (UK's) valg først, og ud fra UK's konkrete valgmuligheder ved EU, hvilket output de specifikke valg har, hvorfor

EU så tager det valg, der kan maksimere Unionens output. Givet at EU vælger at spille "EØS-medlem", vil UK vælge "Nej", hvilket skyldes, at UK's output er højere ved dette valg (-6 > -10). Hvis EU derimod spiller "Schweiz mod.", vil UK vælge "Ja", da der her opnås det højest mulige output for UK (5 > -6). UK har derfor ikke en dominerende strategi, da de vil spille "Nej" i det ene tilfælde og "Ja" i det andet. Nu kan EU således vurdere sine outputs af hvert enkelt valg. Ved at spille "EØS-medlem" får EU et output på -3, da Unionen ved, at UK vil spille "Nej". Hvis EU derimod spiller "Schweiz mod." vil de få et output på 5, da Unionen ved, at UK i denne situation vil spille "Ja". EU kan ligeledes spille 'No deal' og vil her få et output på -3. EU vil derfor i dette spil vælge "Schweiz mod." da 5 > -3. Resultatet af løsningen af spillet via en backwards induction er derfor, at EU spiller "Schweiz mod." og UK herefter vælger "Ja". Således modtager begge parter et output på 5. Denne løsning viser ligeledes spillets eneste nash-ligevægt, hvilket skyldes, at resultatet indikerer den output-maksimerende strategi for begge spillere givet den andens valg.[147]

Ligesom resultatet kan ses ud fra en betragtning om nash-ligevægt, kan det også vurderes ud fra en efficiensmæssig betragtning. I nærværende fremstilling vil det være interessant at se på Kaldor-Hicks optimalitet. Om hvorvidt løsningen er Kaldor-Hicks efficient bedømmes ud fra parternes output. For at vurdere efficiens ud fra optimalet omkring Kaldor-Hicks, ser man derfor på den samlede værdi for de to parter og på hvilken løsning, der giver det samlet set største output.[148] I ovenstående spil vil nash-ligevægten, der giver output 5,5, således være Kaldor-Hicks optimal, da dette resultat giver det højeste samlede output. Denne løsning giver et samlet output på 10, der er væsentlig højere end det næstbedste, der giver 0 (10-10).

Såfremt EU og Storbritannien når til enighed omkring et resultat, der ligner en modificeret Schweiz-model, som indebærer bilaterale aftaler, antages det i nærværende fremstilling, at EU anerkender Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer som ækvivalente på området for central clearing af derivater, såvel som CCP'er etableret i Storbritannien opnår passporting-rettigheder, når Storbritannien overgår til at være et tredjeland. Denne model ligner scenarie 2, som blev præsenteret og gennemgået i hhv. kapitel 2 og 3, og som i en

[147] Hendrikse, George; 2003; Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy; New York; McGraw-Hill Education. p. 29.
[148] Eide, Erling & Stavang, Endre; 2014; Rettsøkonomi; Oslo; Cappelen akademisk forlag; 6. oplag. s. 110-111.

juridisk kontekst fandtes at være den mest optimale. Man opnår herved et resultat, som i et ganske betydeligt omfang begrænser de juridiske såvel som økonomiske udfordringer, der fandtes at være ifølge kapitel 3 og 4. Ved at give passporting-rettigheder, vil der være færre markedsaktører, som flytter sine forretninger inden for Unionen, hvorfor netting-effekten vil reduceres i et mindre omfang, end det ville være tilfældet, hvis markedsaktørerne på markedet for central clearing af derivater flyttede som følge af ikke at have passporting-rettigheder. Givet Brexit-situationen, må denne løsning derfor antages at være ganske fordelagtig for parterne, der i henhold til ovennævnte eksempel ligeledes fandtes at være Nash-ligevægten, såvel som Kaldor-Hicks efficient.

5.5 Principal-Agent forhold mellem EU og Storbritannien

Som følge af, at EU og Storbritannien indgår i en samarbejdsordning om adgangen til markedet for central clearing af derivater i Unionen, og at Storbritannien således er underlagt EU's regler på området, kan man sige, at parterne indtager positioner, som kan sidestilles med et principal-agent-forhold. Principal-agent-teorien indbærer, i) at der eksisterer asymmetrisk information, ii) at der er modsatrettede interesser og, iii) at der skal være grundlag for at lade agenten varetage en specifik opgave.[149] Alle disse kriterier er opfyldt og diskuteres straks nedenfor.

5.5.1 Asymmetrisk information

Kommissionen har allerede påpeget i sit ændringsforslag til EMIR[150], at der formodes at eksistere tilsynsarbitrage blandt tilsynsmyndigheder både internt i EU og med tredjelandes tilsynsmyndigheder, som det også blev fremhævet ovenfor i nærværende kapitel. Unionens tilsynsmyndigheder, herunder ESMA, har ikke på nuværende tidspunkt mulighed for at foretage den fornødne kontrol med tilsynsmyndigheder i tredjelande og har ikke let adgang til de nødvendige data i relation til markedet for central clearing af derivater.[151] Der eksisterer derfor asymmetrisk information som følge af, at Unionen ikke har adgang til at kontrollere

[149] Hendrikse, George; 2003; Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy; New York; McGraw-Hill Education. p. 90-92.
[150] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.
[151] Ibid betragtning 22 i præamblen.

tredjelandes tilsynspraksis, hvorfor tredjelandenes kompetente myndigheder har mulighed for at føre en praksis, som ikke er tilstrækkelig til at opfylde Unionens krav. Konsekvenserne heraf kan bl.a. tænkes at være, at tredjelandets kompetente myndigheder ikke fører det fornødne tilsyn med markedsaktører i tredjelandet, som leverer ydelser i Unionen, hvilket dels potentielt skaber en fordel hos markedsaktører i f.eks. Storbritannien, såvel som et utilstrækkeligt tilsyn med clearingmarkedet kan tænkes at skabe en trussel mod den finansielle stabilitet.

5.5.2 Interessekonflikt mellem parterne

EU og Storbritannien forventes ligeledes på visse områder at have modsatrettede interesser. Hvor EU ønsker, at flere aktiviteter overvåges af og om muligt flyttes til Unionen, jf. bl.a. ændringsforslaget til EMIR, må det formodes, at Storbritannien har en stor interesse i at bevare rollen som Europas finanscenter grundet det ekstremt lukrative marked, som sektoren fører med sig.[152] Man kan forestille sig, at Storbritannien i mangel på overvågning vil have interesse i at forsøge at gøre det attraktivt for markedsaktører fortsat at etablere sig i f.eks. London ved at have en tilsynspraksis, som for markedsaktørerne synes mere lempelig, end tilfældet ville være inden for Unionen. Situationen kan sidestilles med et fænomen fra selskabsretten, der også er kendt som Delaware-effekten, hvor lande konkurrerer med hinanden om at gøre markederne i de pågældende lande mest attraktive for markedsaktører for således at lokke industrien til sig.[153] Et eksempel på dette inden for Unionen, som bl.a. også inkluderede Storbritannien, var *Centros*-sagen[154], hvor Storbritannien havde lempeligere regler for kapitalkrav i forbindelse med stiftelse af selskaber, hvorfor det var attraktivt for for en dansk virksomhed at registrere sig i landet, da de danske krav var væsentligt strengere, selvom driften af selskabet i virkeligheden fandt sted i Danmark. At tiltrække en industri til Storbritannien for at have sin drift derfra kan ikke helt sammenlignes med *Centros*-sagen, men situationen om at gøre sine retlige rammer mere attraktive for markedsaktører kan godt sidestilles med Delaware-effekten.

[152] Sants, Sir Hector. Austen, Matt. Naylor, Lindsey. Hunt, Patrick and Kelly, Dawn - Oliver Wyman; 2016; The Impact of the UK's exit - From the EU on the UK-based Financial Services Sector; Marsh & McLennan Companies. p. 2.
[153] Barnard, Catherine; 2016; The Substantive Law of the EU: The four freedoms; Oxford; Oxford University Press; 5th edition. p. 394-395.
[154] Centros Ltd mod Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Sag 212/97, Domstolens Dom af 9. marts 1999, EU:C:1999:126.

5.5.3 Nationale kompetente myndigheder skal føre tilsyn

Det er naturligvis ikke realistisk for Unionen at føre det fulde tilsyn med aktører i alle tredjelande (såvel som i medlemsstater), som har adgang til det indre marked, da dette ville være en alt for omkostningstung byrde, hvorfor det er helt afgørende for Unionen at sikre sig, at tredjelandes retlige og tilsynsmæssige rammer er tilstrækkelige for at kunne føre det fornødne tilsyn med markedsaktører m.v. Men for at sikre sig, at tredjelandenes kompetente myndigheder varetager sine opgaver tilstrækkeligt, må det forventes at være nødvendigt for Unionen at kunne føre en vis kontrol.

5.5.4 Incitament til at føre et tilstrækkeligt tilsyn

Selve problemstilling i principal-agent forholdet opstår ved, at det for EU (principalen) er vigtigt at sikre, at Storbritannien (agenten) løser opgaven med at føre tilsyn med CCP'er tilstrækkeligt til trods for en eventuel interessekonflikt, der måtte eksistere mellem parterne, såvel som det kan være svært at holde den fornødne kontrol hermed. For EU er det ganske essentielt at sikre sig et tilstrækkeligt tilsyn, da dette kan være helt afgørende for at opretholde den finansielle stabilitet, som er et klart mål for Unionen, hvilket fremhæves i en række retsakter, herunder bl.a. EMIR. Endvidere er det, bl.a. som følge af Finanskrisen og aftalen fra G20-mødet i Pittsburgh i 2009, vigtigt for Unionen at skabe mest mulig gennemsigtighed i markederne for finansielle tjenesteydelser, hvilket også blev fremhævet i kapitel 2, hvorfor adgangen til data i markederne er ganske afgørende for, at Unionen kan sikre netop dette. Storbritannien kan, som det blev nævnt ovenfor, tænkes at have visse modstående interesser, herunder bl.a. at gøre markedet for central clearing af derivater i Storbritannien mere attraktivt for at tiltrække en lukrativ industri. Det gælder derfor om for Unionen at skabe et incitament for Storbritannien til at opretholde det fornødne tilsyn, som er tilstrækkeligt og tilsvarende med tilsynet ført af de kompetente myndigheder i andre medlemsstater og tredjelande. Kommissionen har allerede fremsat sit forslag til ændring af EMIR[155], som skal sikre, at bl.a. ESMA får til opgave i langt højere grad at føre tæt kontrol med markedet for central clearing, og der er lagt op til betydeligt strengere krav for visse CCP'er, hvilket blev gennemgået i nærværende fremstillings kapitel 3. Såfremt forslaget

[155] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

vedtages, og ESMA får adgang til at føre en strengere kontrol, vil Storbritannien samt andre tredjelande have incitament til i endnu højere grad at føre et tilstrækkeligt tilsyn, som følge af den tættere kontrol, der i modsatte fald kan resultere i, at ækvivalensafgørelsen kan trækkes tilbage af Kommissionen, jf. EMIR's bestemmelser herom i artikel 13, stk. 4. Ændringsforslaget har altså til trods for, at dette principielt er med til at fragmentere markedet for central clearing, som det blev beskrevet i kapitel 4, ligeledes positive effekter ved at sikre det fornødne tilsyn i markederne og bidrager herved til at styrke den tilsynsmæssige konvergens blandt tilsynsmyndigheder, og man undgår således i højere grad den eksisterende tilsynsarbitrage blandt tilsynsmyndigheder, som kan have negativ indflydelse på det finansielle system og derved udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet i Unionen.

Såfremt ændringsforslaget til EMIR vedtages, opnår Unionen derfor en bedre incitamentsordning, som bidrager til at reducere asymmetrisk information, og forslaget bringer derfor mange fordele med sig. Der vil stadigvæk være negative effekter, hvilket også blev fremhævet i kapitel 3 og 4, ved at påkræve flytning for CCP'er af særlig stor systemisk betydning, hvilket bl.a. medfører en trussel mod det finansielle system ud fra økonomiske betragtninger, som kapitel 4 påviste. Ikke desto mindre, synes ændringsforslaget at være fornuftigt i en politisk sammenhæng og ud fra en principal-agent betragtning.

5.6 Delkonklusion

Nærværende kapitel introducerede politik som en væsentlig faktor for indgåelsen af en samarbejdsaftale mellem EU og Storbritannien om adgangen til markedet for central clearing af derivater i Unionen. Parterne forventes at have en række politiske interesser, som også skal varetages for, at en samlet optimal løsning kan findes. En sådan løsning inkluderer både juridiske, økonomiske og politiske betragtninger, hvorfor det ikke synes muligt at opnå en aftale, der udelukkende er juridisk og økonomisk efficient. Kapitlet præsenterede forskellige løsningsmodeller, hvor kun én af disse fandtes at være en model, som begge parter kan acceptere. EØS-modellen må antages at være EU's foretrukne valg for en samarbejdsaftale, men synes ikke optimal, da denne indebærer, at Storbritannien bliver fuldt ud underlagt Unionens regler for det indre marked uden at have indflydelse på Unionen, hvilket som følge af Storbritanniens beslutning om at forlade EU-samarbejdet ikke

formodes at være i deres interesse. Ligeledes synes 'no-deal'-scenariet ikke at være en løsning, som parterne har interesse i, da denne model medfører et hav af problemer for begge parter, hvoraf en række juridiske og økonomiske udfordringer blev betragtet i hhv. kapitel 3 og 4. Derimod fandtes den modificerede Schweiz-model at være en løsning, som begge parter kan acceptere. Modellen indebærer, at Storbritanniens retlige og tilsynsmæssige rammer bliver anerkendt some ækvivalente, såvel som CCP'er etableret i Storbritannien beholder sine passporting-rettigheder, hvorfor man undgår mange af de juridiske og økonomiske problemer, som nærværende fremstilling har betragtet. Selvom modellen ikke nødvendigvis er den mest optimale løsning set fra Unionens side, findes den stadigvæk at være en nash-ligevægt, såvel som Kaldor-Hicks efficient. Modellen løser dog ikke de udfordringer, der opstår ved, at tier 3-CCP'er, såfremt ændringsforslaget til EMIR vedtages, bliver påkrævet at flytte dele af sine forretninger inden for Unionens område - dette må bero på en bilateral aftale mellem EU og Storbritannien, om de ønsker at lade tier 3-CCP'er fortsætte sit virke fra Storbritannien. Såfremt denne løsning vælges, vil EU og Storbritannien indgå i et samarbejde, der kan betragtes som et principal-agent-forhold. Som følge af, at Storbritannien potentielt har visse politiske interesser, som er modstridende med Unionens, opstår der en interessekonflikt. En sådan konflikt bør Unionen forsøge at afhjælpe ved at give Storbritannien et incitament til at føre en fornuftig tilsynspraksis, der er tilstrækkelig med Unionens krav herfor. Hvis ændringsforslaget til EMIR vedtages, opnår Unionen en række kompetencer til at kunne føre den fornødne kontrol med tredjelandes tilsynsmyndigheder og CCP'er, hvorfor dette vil give Storbritanniens kompetente myndigheder incitament til at føre et tilstrækkeligt tilsyn med CCP'er, da Kommissionen i modsatte fald kan trække sin ækvivalensafgørelse tilbage som følge af en utilstrækkelig tilsynspraksis, hvilket vil stille parterne i en situation, hvor CCP'er ikke længere har adgang til at levere clearingydelser i Unionen, hvilket svarer til en 'no deal'-situation i markedet for central clearing af derivater. Selvom ændringsforslaget medfører en række udfordringer i relation til tier 3-CCP'er, vil vedtagelsen bidrage til at begrænse interessekonflikter og asymmetrisk information mellem EU og Storbritannien, og dette forbedrer således den tilsynsmæssige konvergens og reducerer tilsynsarbitrage, hvilket samlet set bidrager til at styrke det finansielle system og begrænse truslen mod den finansielle stabilitet.

Kapitel 6 - Konklusion

6.1 Konklusion

Storbritanniens udtræden af EU medfører unægteligt en række udfordringer af stor kompleksitet, såvel som en stor usikkerhed i markedet for central clearing af derivater. I mangel på en konkret aftale mellem EU og Storbritannien på dette område, herunder for CCP'er, der ønsker at levere clearingydelser i Unionen, er det vanskeligt at kortlægge de præcise udfordringer og konsekvenser, som Brexit reelt medfører, da disse i høj grad afhænger af det mellem parterne aftalte. Det er væsentligt at fremhæve, at mange faktorer spiller ind i forhold til at finde en aftale, der i videst mulige omfang stiller parterne tilfredse og samtidig sikrer markedernes kontinuitet og stabilitet.

Nærværende fremstilling har bl.a. fremhævet, at en manglende aftale mellem EU og Storbritannien på området for central clearing af derivater vil betyde, at finansielle markedsaktører, herunder CCP'er, ikke kan fortsætte med at levere clearingydelser i Unionen, hvilket kan få afgørende betydning for den finansielle stabilitet, da dette vil resultere i en fragmentering af markedet. Et koncentreret brug af CCP'er til clearing af derivattransaktioner sænker markedsrisici som følge af, at man flytter risiko fra markedsdeltagere over på CCP'er, der er bedre rustede til at håndtere disse. Dette medfører færre omkostninger hos markedsdeltagere, og eksponeringer i markedet reduceres, hvorfor der opnås højere likviditet i markederne og dermed lavere risiko for, at selskaber defaulter. En fragmentering vil medføre højere omkostninger for markedsdeltagere og samtidig øge antallet af eksponeringer i markedet, hvilket øger systemisk risiko og derfor har negativ effekt på den finansielle stabilitet, hvorfor et 'no deal'-scenarie synes ganske ufordelagtigt for både EU og Storbritannien. Desuden rejser 'no deal'-scenariet en lang række spørgsmål i forhold til, hvorledes igangværende transaktioner mellem aktører etableret i Storbritannien og modparter i Unionen kan opretholdes, når f.eks. CCP'er ikke længere må levere ydelser i Unionen. Såfremt igangværende kontraktforhold mellem markedsdeltagere ikke kan opretholdes, og de kontraherende parter bliver tvunget til at genforhandle, vil dette medføre omkostninger af abnorm størrelse, grundet det ekstremt store antal løbende derivattransaktioner, der forventes at være i Unionen.

Man kunne tro, at Storbritannien, der som medlemsstat længe har levet op til Unionens krav og været underlagt EU's retlige rammer, nemt kan overgå til at være et tredjeland, hvis retlige og tilsynsmæssige rammer anerkendes som ækvivalente med Unionens krav herfor, og hvor selskaber kan få tilladelse til fortsat at levere ydelser i Unionen. Dette ville begrænse de ovenfor anførte udfordringer ved en fragmentering af markedet. Men omvendt er der høj fare for, at det bliver for vanskeligt for Storbritannien at indarbejde lovgivning, herunder indføre tilsynsmekanismer, tilsvarende med Unionens på et nationalt plan tidsnok til, at Storbritannien overgår til at være et tredjeland, hvorfor dette må forventes at øge risikoen for et utilstrækkeligt tilsyn med markederne, hvilket kan udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet. Dette synes umiddelbart utilstrækkeligt for Unionen, der ønsker at sikre det finansielle system og øge gennemsigtigheden i markederne i videst mulige omfang.

Problemet kan løses ved, at Storbritannien tilslutter sig Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde (EØS) og således bliver underlagt en række EU-retsakter fuldt ud. På denne måde, vil CCP'er post-Brexit fortsat kunne levere clearingydelser i Unionen og samtidig være underlagt et tilsyn, som er fuldt ud tilstrækkeligt med Unionens krav herom. Således er der ikke længere risiko for, at Storbritannien ikke indarbejder tilstrækkelig regulering og tilsynsmekanismer på nationalt plan. Men Storbritannien har som følge af deres udtræden af Unionen formentlig ingen interesse i fortsat at være underlagt størstedelen af EU's lovgivning på området for det indre marked, hvorfor en tilslutning af EØS synes ganske urealistisk til trods for de markedsmæssige fordele, som et sådant samarbejde kan medføre. Politiske interesser må forventes vægte højere end de markedsmæssige i denne situation, og EØS-modellen anses derfor ikke for realistisk.

Fremstillingen har redegjort for, at en samarbejdsaftale mellem EU og Storbritannien, som ligner den model, EU har med Schweiz, kan indeholde elementer, som stiller begge parter tilfredse i nogen grad. En sådan aftale bygger på, at EU og Storbritannien indgår bilaterale aftaler om adgangen til det indre marked på visse områder. Det kan derfor tænkes, at parterne kan nå til enighed om en aftale, der sikrer, at CCP'er fortsat kan levere clearingydelser i Unionen, såfremt Storbritannien har indarbejdet regulering, der afspejler Unionens, såvel som der skal være etableret tilstrækkelige tilsynsmekanismer, således at Unionen sikre sig, at Storbritanniens kompetente myndigheder fører en fornuftig

tilsynspraksis, der lever op til Unionens krav herfor. Storbritannien kan med fordel forsøge at indarbejde et system tilsvarende med Unionens. En sektoriel opdeling af tilsynet med de finansielle markeder svarende til Lamfalussy-processen vil kunne bidrage til at sikre, at Storbritannien fører det fornødne tilsyn ved en sådan løsning, og man kan således undgå en fuldstændig fragmentering af markedet for central clearing af derivater, hvilket i nogen grad opretholder den finansielle stabilitet. Herved undgår man den fragmentering, som mangel på passporting-rettigheder hos aktører etableret i Storbritannien vil resultere i, hvilket således begrænser den negative effekt på systemisk risiko, som en fragmentering af markedet potentielt medfører. Samtidig sikrer man, at der på områder, hvor Storbritannien ikke har udviklet lovgivning og tilsynsmekanismer i tilstrækkeligt omfang, ikke gives adgang til det indre marked, og man begrænser derved truslen mod det finansielle system. Hvis denne løsning skal fungere optimalt, vil det formentlig kunne betale sig at sikre en overgangsperiode, hvor Storbritannien har mulighed for at etablere tilstrækkelige retlige og tilsynsmæssige rammer på området for central clearing af derivater. Dette vil betyde, at datoen for Storbritanniens reelle udtræden af Unionen udskydes, men samtidig vil det kunne bidrage til at sikre den finansielle stabilitet på sigt, hvorfor en sådan transition kan tænkes at være optimal og i parternes interesse.

Det er vigtigt at fremhæve, at ingen af de ovennævnte modeller løser den problemstilling, der følger af Kommissionens forslag til ændring af EMIR. Såfremt forslaget vedtages, vil CCP'er af særlig stor systemisk betydning kunne blive påkrævet at flytte dele af sine forretninger inden for Unionens område. Dette resulterer ligeledes i en fragmentering af markedet for central clearing, hvor en CCP som LCH Ltd, der formodes at cleare mere end 90 % af euro-denominerede derivattransaktioner i Unionen, potentielt bliver pålagt at skulle flytte dele af sine forretninger til Unionens område. Dette skaber i sig selv en fragmentering af markedet for central clearing og må formodes at øge systemisk risiko som følge af, at den samlede eksponering i markedet stiger, hvilket sænker likviditet i markedet og dermed øger systemisk risiko. Ligeledes kan det tænkes, at markedsdeltagere vil begrænse brugen af derivater til afdækning af risici, hvilket øger markedsdeltagernes samlede risiko og derved fører til en forøgelse af systemisk risiko. En sådan flytning medfører endvidere den udfordring, at eksisterende kontraktforhold og løbende transaktioner risikerer at blive opløst som følge af, at f.eks. LCH Ltd ikke længere må levere clearingydelser i Unionen fra

Storbritannien og derfor er påkrævet at skifte juridisk ramme. Det er derfor forventeligt, at aftalemæssige ændringer vil være nødvendige, såfremt man ønsker at opretholde visse aftaleforhold, hvilket sandsynligvis vil være en omkostningstung proces. Såfremt LCH bliver påkrævet at flytte, vil eksisterende interoperabilitetsordninger ligeledes blive opløst, hvilket resulterer i en stigning af samlet eksponering i markedet, der betyder, at markedsdeltagere skal tilknyttes flere forskellige CCP'er for at få adgang til attraktive markeder, hvorfor deltagernes omkostninger stiger, hvilket medfører et fald i likviditet. Såfremt ændringsforslaget til EMIR vedtages, vil det derfor være fordelagtigt, hvis EU arbejder på at fremme interoperabilitet mellem de eksisterende CCP'er, hvilket således kan bidrage til at sænke eksponeringer i markedet og gøre deltagerne mere likvide, såvel som CCP'er får gavn af et tættere samarbejde. Dette vil være en måde at begrænse omfanget af systemisk risiko, der forøges som følge af en fragmentering af markedet. En overgangsperiode vil i dette tilfælde ligeledes være fordelagtig, da det giver markedsdeltagerne mulighed for at tilpasse sig de nye rammer, herunder hvad der kræves af ændringer til kontraktforhold, kontraktudløb m.v., hvilket derved sikrer en fornuftig transition.

Såfremt parterne bliver enige om en løsning, der ligner den "schweiziske model", kan man sidestille samarbejdet med et principal-agent-forhold. Det kan være vanskeligt for EU at føre tilstrækkelig kontrol med Storbritanniens kompetente myndigheders tilsynspraksis og CCP'er etableret i Storbritannien. Storbritannien må antages at have en interesse i at bevare finansmarkederne i videst mulige omfang, hvorfor der kan formodes at være en tendens til, at de kompetente myndigheder fører et mere lempeligt tilsyn med markederne og på andre måder gør markedet attraktivt for markedsdeltager i håb om, at de ønsker at etablere sig i Storbritannien. Et lempeligere tilsyn må forventes at skabe en trussel mod det finansielle system. EU bør derfor indføre tiltag, som giver Storbritannien incitament til at føre et tilstrækkeligt tilsyn med markederne, som lever op til Unionens krav herom. Kommissionens forslag til ændring af EMIR synes at være en god løsning på dette problem, da forslaget lægger op til, at Unionen kan føre langt tættere kontrol med tredjelandes markeder for central clearing, hvilket på nuværende tidspunkt synes at være et problem for de europæiske tilsynsmyndigheder. Dette opvejer i nogen grad de negative effekter, som forslaget medfører i relation til at påkræve visse CCP'er at flytte til Unionens område.

6.2 Anvendte forkortelser

AFME	The Association for Financial Markets in Europe
CCP	Central Counterparty/Central modpart
CDS	Credit Default Swap
CSA	Credit Support Annex
EBA	European Banking Authority/Den Europæiske Banktilsynsmyndighed
EFTA	European Free Trade Association/Den Europæiske Frihandelssammenslutning
EIOPA	European Insurance and Occupational Pension Authority/Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger
EMIR	The European Market Infrastructure Regulation
ESA	European Supervisory Authorities/De Europæiske Tilsynsmyndigheder
ESCB	The European System of Central Banks/Det Europæiske System af Centralbanker
ESMA	The European Securities and Markets Authority/Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
ESRB	The European Systemic Risk Board
EU	The European Union/Den Europæiske Unionen
EUR	Euro
EØS	Europæisk Økonomisk Samarbejdsområde
FSB	The Financial Stability Board
G20	Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors
GATS	General Agreement on Trade in Services
IMF	The International Monetary Fund/Den Internationale Valutafond
IOSCO	The International Organization of Securities Commissions
ISDA	Internal Swaps and Derivatives Association
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MiFID	The Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	The Markets in Financial Instruments Regulation
OTC	Over-The-Counter
SMV	Små og mellemstore virksomheder

TEU	Treaty on European Union/Traktaten om den Europæiske Union
TEUF	Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde
UK	United Kingdom/Storbritannien
WTO	World Trade Organization/Verdenshandelsorganisationen

6.3 Litteraturliste

Retskilder:

- Traktat om den Europæiske Union (TEU).
- Traktat om den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF).
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.
- Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 182/2011 af 16. februar 2011 om de generelle regler og principper for, hvordan medlemsstaterne skal kontrollere Kommissionens udøvelse af gennemførelsesbeføjelser.
- Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 153/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for krav for centrale modparter.
- Kommissionens delegerede forordning (EU) Nr. 152/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for kapitalkrav til CCP'er.
- Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget; Handlingsplan for etablering af en kapitalmarkedsunion; Bruxelles, den 30.9.2015; COM (2015) 468 final.
- Centros Ltd mod Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*,* Sag 212/97, Domstolens Dom af 9. marts 1999, EU:C:1999:126.

Lovforslag:

- Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) og om ændring af

forordning (EU) nr. 648/2012 for så vidt angår de procedurer og myndigheder, der er involveret i meddelelse af tilladelse til CCP'er, og krav vedrørende anerkendelse af tredjelands-CCP'er, COM(2017) 331 final, Strasbourg, 13.6.2017.

- Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EU) nr. 1093/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), forordning (EU) nr. 1094/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger), forordning (EU) nr. 1095/2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde, forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde, forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter, forordning (EU) 2015/760 om europæiske langsigtede investeringsfonde, forordning (EU) 2016/1011 om indeks, der bruges som benchmarks i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller med henblik på at måle investeringsfondes økonomiske resultater, og forordning (EU) 2017/1129 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, COM(2017) 536 final, Bruxelles, 20.9.2017.

Bøger:

- Rechtschaffen, Alan N.; Trichet, Jean-Claude; 2014; Capital Markets, Derivatives and the Law: evolution after crisis; New York; Oxford University Press; Second edition.
- Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth.; 2017; Retskilder og Retsteorier; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 5. reviderede udgave, 1. oplag.
- Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth; 2013; EU ret; København; Karnov Group Denmark A/S; 6. reviderede udgave, 3. oplag.
- Cabral, Luís M. B.; 2000; Introduction to Industrial Organization; Cambridge, Mass.;The MIT Press.
- Knudsen, Christian; 1997; Økonomisk metodologi - Bind 2; København; Jurist- og Økonomforbundets Forlag; 2. udgave, 1. oplag.

- Alexander, Kern. Barnard, Catherine. Ferran, Eilís. Lang, Andrew & Moloney, Niamh; 2018; Brexit and Financial Services - Law and Policy; Oxford; Hart Publishing.
- Hull, John C.; 2015; Wiley Finance Ser.: Risk Management and Financial Institutions; eBook; John Wiley & Sons, Incorporated; 4th Edition.
- Douady, Raphaël. Goulet, Clément and Pradier, Pierre-Charles; 2017; Financial Regulation in the EU - From Resilience to Growth; eBook; Paris; Palgrave macmillan.
- Hendrikse, George; 2003; Economics and Management of Organizations: Co-ordination, Motivation and Strategy; New York; McGraw-Hill Education.
- Eide, Erling & Stavang, Endre; 2014; Rettsøkonomi; Oslo; Cappelen akademisk forlag; 6. oplag.
- Barnard, Catherine; 2016; The Substantive Law of the EU: The four freedoms; Oxford; Oxford University Press; 5th edition.

Rapporter:

- Prabha, Apanard. Savard, Keith and Wickramarachi; 2014; Deriving the Economic Impact of Derivatives- Growth Through Risk Management; Milken Institute.
- ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities; No. 2, 2017; Financial stability; ESMA50-165-421, “EU derivatives markets - a first time overview”.
- Sants, Sir Hector. Austen, Matt. Naylor, Lindsey. Hunt, Patrick and Kelly, Dawn - Oliver Wyman; 2016; The Impact of the UK’s exit - From the EU on the UK-based Financial Services Sector; Marsh & McLennan Companies.
- Clifford Chance; 2018; Brexit: Implications For Contract Continuity and Repapering; London.
- Nikolaou, Kleopatra; February 2009; Liquidity (Risk) Concepts - Definitions and Interactions; Working Paper Series No. 1008; Frankfurt; European Central Bank.
- House of Lords - European Union Committee; 2018; Brexit: the future of financial regulation and supervision; The Authority of the House of Lords; 11th Report of Session 2017-19.
- House of Lords - Select Committee on the European Union, Financial Affairs Sub-Committee; Oral evidence: Financial regulation and supervision following Brexit;

Evidence Session No. 3; 18 October 2017; Q32. Link senest kontrolleret d. 13.05.2018: http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/eu-financial-affairs-subcommittee/financial-regulation-and-supervision-following-brexit/oral/71908.html

- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets; 15 February 2001; Brussels.
- Danmarks Nationalbank; 2010, 3. kvartal; Kvartalsoversigt; 15.09.2010.
- Danmarks Nationalbank; 2016, 1. kvartal; Kvartalsoversigt; 16.03.2016.
- Pirrong, Craig; 2011; The Economics of Central Clearing: Theory and Practice; Discussion Papers Series, Number One; University of Houston; ISDA.
- Machiarelli, Corrado. & Monti, Mara; February 2018; The euro-area denominated payment systems and the conduct of monetary policy: Some considerations ahead of Brexit; DG for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy.
- European Systemic Risk Board; January 2016; ESRB Report to the European Commission on the Systemic Risk Implications of CCP Interoperability Arrangements.
- Domanski, Dietrich. Gambacorta, Leonardo and Picillo, Cristina; December 2015; BIS Quarterly Review; Chapter 'Central clearing: trends and current issues'.
- CPSS-IOSCO Report; April 2012; Principles for financial market infrastructures.

Artikler:

- Pacces, Alessio M. and Visscher, Louis; Methodology of Law and Economics; Economic methodology, Kompendium; HA (JUR), 5. semester; Fall 2014; Law Department; Academic books.
- Parisi, Francesco; 2004; Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics; European Journal of Law and Economics; 18: 259-272.
- Kerkmeester, Heico; 1999; Methodology: General; 0400: 383-401; Economic methodology, Kompendium; HA (JUR), 5. semester; Fall 2014; Law Department; Academic books.

Hjemmeside:

- Folketingets EU-oplysning, link senest kontrolleret d. 13.05.2018: http://www.eu.dk/da/aktuelt/aktuelle-temaer/brexit
- Artikel fra Børsen, 19.06.2012, link senest kontrolleret d. 13.05.2018: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/235401/fakta_hvem_er_g20.html
- European Commission, Regulatory process in financial services, link senest kontrolleret d. 13.05.2018: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en

Diverse:

- Carney, M.; Speech - A Fine Balance; 2017; Bank of England; The Mansion House, London; 20 June 2017.
- Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit; September 24 – 25 2009, link senest kontrolleret d. 13.05.2018; http://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/president/pdf/statement_20090826_en_2.pdf
- Merton Robert. C. and Bodie, Zvi; 1994; A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System.
- ESMA; Last update 18 January 2018; List of Central Counterparties authorised to offer services and activities in the Union; ESMA70-148-523 (2018).