

Handel med råvarederivater i det europæiske OTC-marked

- *En retlig analyse af den europæiske markedsregulering af råvarederivater, der handles »over-the-counter«.*

Trading commodity derivatives in the European OTC-market

- *A legal analysis of the European market regulation on commodity derivatives traded »over-the-counter«.*

af JENS AAKJÆR MADSEN

Specialet giver en samlet analyse over den nuværende og kommende retsstilling for handlen med råvarederivater i det europæiske OTC-marked.

Reguleringen af råvarederivater har over de senere år undergået store regulative forandringer, og i de kommende år vil der yderlig ske store forandringer i reguleringen, herunder særligt med ikrafttrædelsen af MiFID II og MiFIR.

Ændringerne i retsstillingen har medført og vil yderlig medføre, at virksomheder, der handler råvarederivater i OTC-markedet, underlægges en række krav og forpligtelser, der direkte eller indirekte får en indvirkning på handelen med råvarederivater.

Specialet behandler i analysen de europæiske retsakter EMIR, MiFID I/MiFID II, MiFIR, MAR, CSMAD or REMIT, der indeholder regler om henholdsvis modpartsrisiko og gennemsigtighed, den finansielle markedsstruktur og markedsmisbrug.

Indholdsfortegnelse

Anvendte akronymer	3
Kapitel I: Introduktion	4
1.1 Præsentation af emnet.....	4
1.2 Problemformulering	7
1.3 Metode.....	7
1.4 Afgrænsning	8
Kapitel 2: Introduktion til råvarederivater og OTC-markedet	9
2.1 Generel introduktion til derivatmarkedet.....	9
2.1.1 Derivatets grundlæggende karakteristika	9
2.1.2 Nærmere om anvendelsen af råvarederivater.....	10
2.2 Definering af det europæiske OTC-markedet.....	12
Kapitel 3: Reguleringen af råvarederivater i OTC-markedet	13
3.1 Regulering af modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet.....	13

3.1.1 Sondringen mellem "OTC-derivater" og "derivater" under EMIR.....	13
3.1.2 EMIR's anvendelsesområde for råvarederivater i OTC-markedet.....	14
3.1.2.1 Klassificeringen af råvarederivater under MiFID I.....	14
3.1.2.2 Klassificeringen af råvarederivater under det kommende MiFID II ...	16
3.1.3 Clearing af råvarederivater	18
3.1.3.1 Erklæret omfattet af clearingforpligtigheden	20
3.1.4 Risikoreduktionsteknikker for ikke-clearede råvarederivater.....	22
3.1.4 Rapporteringsforpligtighed under EMIR	24
3.2 Reguleringen af den finansielle markedsstruktur.....	25
3.2.1 Regulering af investeringsservice- og aktiviteter.....	25
3.2.1.1 Skærpelse af undtagelsesmulighederne	26
3.2.1.1.1 Undtagelsesmuligheder under MiFID I.....	26
3.2.1.1.2 Undtagelsesmuligheder under MiFID II	27
3.2.2 Koncentrationsregler for råvarederivater.....	29
3.2.2.1 Positionsbegrænsninger på råvarederivater.....	31
3.2.2.1.1 Beregning og fastsættelse af kvantitative tærskelværdier	31
3.2.2.2 Positionsrapportering af råvarederivater	32
3.2.3 Handelspligt på råvarederivater	33
3.2.3.1 Erklæret omfattet af handelsforpligtigheden.....	33
3.2.4 Rapporteringsforpligtighed under MiFIR.....	35
3.3 Regulering af markedsmisbrug	37
3.3.1 Forbud mod markedsmisbrug	38
3.3.1.1 Forbud mod insiderhandel.....	39
3.3.1.1.1 Definerings af "intern viden"	40
3.3.1.1.2 Forbuddets personelle og tidsmæssige rækkevidde.....	41
3.3.1.2 Forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden.....	42
3.3.1.3 Forbud mod markedsmanipulation.....	43
3.3.2 Sanktionering af markedsmisbrug	44
3.3.2.1 Administrative sanktioner	45
3.3.2.2 Strafferetlige sanktioner.....	45
Kapitel 4: Konklusion	46
Kildefortegnelse	47
Bilag 1: Eksempler på anvendelse af råvarederivater under forskellige handelsstrategier.	55
Bilag 2: Illustrativ forskel mellem bilateral og central clearing.....	56
Bilag 3: Skematisk opstilling af grænseværdierne i de kvantitative tests i klassificeringen af accessorisk aktivitet under MiFID II	57
Bilag 4: Eksempler på intern viden og markedsmanipulation.....	58

Abstract

As a response to the G20 commitment adopted at the Pittsburgh Summit in 2009, the European Commission has initiated a regulatory reform, which has changed and will bring further changes to the regulation on commodity derivatives and the OTC-derivatives market. The reform has introduced a new regulation on OTC-derivatives, *EMIR*, which requires either central clearing or the performance of risk meditating techniques on OTC-traded derivatives. With the reform, the regulation on market abuse has also changed with the introduction and application of *MAR* and *REMIT*. As a result, some

types of OTC-traded commodity derivatives are now within the scope of the market abuse regime. By 3rd January 2018 the reform will further bring changes as the new regulation in MiFID II and MiFIR enter into force. In MiFID II the scope of the financial market structure will be made stricter, and as a result more companies will be considered investment companies. Furthermore, the MiFID II regime will introduce a new position limit regime on commodity derivatives. In MiFIR there will be introduced a new trading obligation which will apply to certain types of commodity derivatives. The trading obligation will imply that certain types of commodity derivatives will be "forced" to be traded on trading venues. MiFIR will also introduce a new reporting obligation for investment companies who trade certain types of commodity derivatives in the OTC-market. The regulatory reform has entailed that companies who trade commodity derivatives in the OTC-market has become and will further become subject to a number of requirements and obligations which directly or indirectly have an impact on the trading of commodity derivatives in the OTC-market.

Anvendte akronymer

Der er anvendt følgende akronymer i afhandlingen:

ACER	<i>Agency for the Cooperation of Energy Regulators</i> - Agenturet for Samarbejde mellem Energireguleringsmyndigheder.
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive</i> (2013) - Direktiv 2013/36/EU.
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i> - Forordning nr. 575/2013.
CSMAD	<i>Criminal Sanctions for Market Abuse Directive</i> - Direktiv 2014/57/EU.
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i> ¹ - Forordning nr. 648/2012.
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> - Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed.
MAD	<i>Market Abuse Directive</i> - Direktiv 2003/6/EF.
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i> - Forordning nr. 596/2014.
MiFID I	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (2004) - Direktiv 2004/39/EF.

¹ "European Market Infrastructure Regulation" var anvendt som det oprindelige navn i de første udkast til forordningen, men undervejs i lovgivningsprocessen skiftede forordningen officielt navn til "Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories". På trods af navneændringen anvendes i praksis stadig akronymet *EMIR*.

MiFID II	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (2014) - Direktiv 2014/65/EU.
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i> - Forordning nr. 600/2014.
REMIT	<i>Regulation on wholesale Energy Market Integrity and Transparency</i> - Forordning nr. 1227/2011.
TEUF	<i>Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde</i>

Kapitel I: Introduktion

1.1 Præsentation af emnet

I løbet af de seneste syv år har de europæiske lovgivere givet markedet for over-the-counter (OTC) derivater massiv regulatorisk opmærksomhed med henblik på at forbedre gennemsigtigheden, reducerer modpartsrisici og øge modstandsdygtigheden for denne del af det finansielle marked. Opmærksomheden fra de europæiske lovgivere er kommet i kølvandet på den finansielle krise, der opstod i det internationale finanssystem i 2007-2008. I årene op til krisens indtræden havde handelen med derivater, herunder i særdeleshed kreditderivater, oplevet eksplosiv vækst i OTC-markedet, og den finansielle eksponering ved disse handler fandtes at have bidraget til den finansielle krise ved at bringe ustabilitet til markederne.²

Derivater spiller en vigtig rolle i den moderne samfundsøkonomi, og derivater bruges i dag til mange forskellige typer af økonomisk forretning. Derivater tager sit historiske afsæt i økonomisk risikoafdækning, men udviklingen i de finansielle markeder har fra 1970'erne medført, at derivater i den moderne økonomi i høj grad bruges til spekulativ forretning.³ Handel med derivater er forbundet med visse risici, og det er i lyset af finanskrisen blev fremhævet, at risiciene ved derivataftaler ikke har været tilstrækkeligt afbødet i OTC-markedet. Risiciene med derivater i OTC-markedet består primært i de store modpartseksponeringer, der består mellem markedsdeltagerne, samt den begrænsede gennemsigtighed omkring aktivitetsniveauet på markedet. Derivater er over tid blevet mere komplekse og uigennemsigtige og med kombinationen af den manglende gennemsigtighed i OTC-markedet, er derivater blevet anset som potentielle kilder til øget prisudsving og systemisk risiko.

Handlen med derivater i det europæiske OTC-markedet har indtil før finanskrisen primært været reguleret af bilaterale aftaler mellem markedsaktører, understøttet af

² Jf. Larosièrere-rapporten: "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU", punkt 27, side 10.

³ Jf. *Tue Ravnhold Frandsen og Anne Kaas Hammer: Derivater og dokumentation bag, Revision & Regnskabsvæsen, Vol. 2010, nr. 2, s. 63-66.*

standarddokumentation⁴ fra markedets aktive brancheorganisationer.⁵ Mødt med lovgivernes bekymringer om risiciene med OTC-markedet, har brancheorganisationer i mange år haft succes med at advokere for, at den bedste regulering af derivater i OTC-markedet er selvregulering.⁶ Denne opfattelse har imidlertid undergået et paradigmeskifte. Foranledningen til dette skifte begyndte omkring den 15. september 2008, hvor den internationale finanskoncern Lehman Brothers kollapsede. Dagen efter, d. 16. september 2008, udstedte den amerikanske regering en kaution på intet mindre end 85 milliarder dollars, som akut redningsinitiativ for det amerikanske forsikringselskab AIG. Fælles for begge selskaber var, at de begge havde handlet enorme mængder af kreditderivater, som var blevet handlet som sikringsinstrumenter for bagvedliggende boliglån. Begge selskaber led store tab på deres porteføljer i takt med, at boligmarkedet kollapsede i USA. Med tab på porteføljerne blev selskabernes kreditværdighed blev degraderet, og det betød, at der blev krævet yderlig sikkerhed for selskabernes eksponeringer. Denne sikkerhed blev for AIG frembragt ved den ovennævnte kaution, men for Lehman Brothers, havde man ikke succes med at frembringe den fornødne sikkerhed. Selskabet endte med at indgive konkursbegæring, og dette medførte store kapitaltab for modparterne i de handlede derivataftaler i den efterfølgende konkurs.

Med Lehman Brothers' kollaps og redningen af AIG dagen efter slap lovgiveres tålmodighed med selvregulering af OTC-markedet op.⁷ Et paradigmeskifte var på vej, og på G20-topmøde i Pittsburgh d. 24.-25. september 2009 fik en politisk målsætningen om regulering af derivatmarkedet en fremtrædende plads. Med målet om at styrke den internationale finansielle lovramme, blev der på topmødet opstillet en klar målsætning om, at alle "... *standardiserede OTC-derivatkontrakter bør handles på børser eller elektroniske handelsplatforme, alt efter hvad der er relevant, og være omfattet af centrale clearingmodparter senest ved udgangen af 2012. OTC-derivatkontrakter bør indberettes til transaktionsregistre. Kontrakter, der ikke er omfattet af central clearing, bør underkastes større kapitalkrav*".⁸ Målsætningen for G20-reformationen søgte med disse tiltag at forbedre gennemsigtigheden på derivatmarkederne, samt at afbøde systemiske risici og beskytte markederne mod markedsmisbrug.⁹

Foruden målsætningen om regulering af OTC-markedet, var der på mødet i Pittsburgh også et andet fokusområde, nemlig råvaremarkederne. I årene op til topmødet havde råvaremarkederne i stigende grad udvist volatilitet, og de havde været præget af hidtil usete prissvingninger.¹⁰ Priserne på de vigtigste råvaremarkeder (såsom energi, metal, landbrug og fødevarer) steg pludselig i 2007 og toppede i 2008, hvorefter de

⁴ Et eksempel på dette er "ISDA Master Agreement" (ofte med et tilhørende "Credit Support Annex" (CSA)), som er udarbejdet af *International Swaps and Derivatives Association* ("ISDA"). For en detaljeret fremstilling af standarddokumentation fra ISDA se i det hele *Paul C. Doherty: Mastering the ISDA Master Agreements*, 3. udgave.

⁵ Jf. *Trine Korsgaard og Catherine Marianne Tholstrup: Regulatorisk Reform – OTC Derivater. Fokus: Clearingforpligtelsen, Revision og Regnskabsvæsen*, Vol. 2012, nr. 4, s. 1.

⁶ *Ibid.*

⁷ Jf. *Supra* note 5.

⁸ Jf. G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, punkt 13.

⁹ *Ibid.*

¹⁰ Jf. KOM(2011) 25 endelig - Imødegåelse af udfordringerne på råvaremarkederne og med hensyn til råstoffer, s. 2.

faldt voldsomt igen fra andet halvår af 2008.¹¹ Problematikken med udsvingene på råvarepriserne er tæt forbundet med det finansielle marked, hvor brugen af råvarederivater spiller en stor rolle. Med råvarederivater kan producenter og aftagere få mulighed for at afdække risikoen i forbindelse med den fysiske produktion og prisusikkerhed, men råvarederivater ses også i stigende grad brugt til spekulation.¹² Som reaktion på råvaremarkedernes udvikling satte man ved topmødet i Pittsburgh derfor den målsætning, at man "... [vil] forbedre de finansielle markeders og råvaremarkedernes regulering, funktionsmåde og gennemsigtighed med henblik på at takle de drastiske prisstigninger på råvarer".¹³

Som reaktion på G20-målsætningerne har Europa-Kommissionen¹⁴ arbejdet på at sikre G20-målsætningernes gennemførelse. Med hensigten om at skabe større integritet og gennemsigtighed på OTC-derivatmarkedet og markedet for råvarederivater, har Kommissionen i overensstemmelse med G20-målsætningerne indledt en regulativ reform for disse markeder.

Resultatet af denne regulative reform har (indtil videre) ført til, at der er blevet indført regulering af modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet ved introduktionen af en ny forordning om OTC-derivater (EMIR).

Den finansielle markedsstruktur i EU har undergået en regulativ revision, som har resulteret i, at direktivet om markedet for finansielle instrumenter (MiFID I) er blevet opdateret og vedtaget i en ny version (MiFID II). Direktivet suppleres af en ny forordning for finansielle instrumenter (MiFIR), hvilket tilsammen danner en ny ramme for den finansielle markedsstruktur i EU.¹⁵

Reguleringen af markedsmisbrug er også blevet revideret og består nu af en ny forordning om markedsmisbrug (MAR), som udvider anvendelsesområdet af markedsmisbrugsreglerne til at omfatte visse typer af råvarederivater, som handles OTC. MAR suppleres af et nyt direktiv om markedsmisbrug (CSMAD) som kræver, at medlemsstaterne i EU kriminaliserer grov markedsmisbrug.

Reguleringen af markedsmisbrug er desuden blevet suppleret af en ny forordning om integritet og gennemsigtighed på engrosenergimarkedene (REMIT), der sektorspecifikt regulerer markedsmisbrug af bl.a. råvarederivater i energimarkedet.

Den regulative reform kan - noget firkantet - opdeles i følgende tre reformkategorier:

- reform af modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet (EMIR)
- reform af den finansielle markedsstruktur (MiFID II og MiFIR)
- reform af reglerne om markedsmisbrug (MAR, CSMAD og REMIT)

Det nærmere indhold af reformerne vil i det følgende danne grundlag for den juridiske analyse i kapitel III.

¹¹ Ibid.

¹² Ibid.

¹³ Jf. Supra note 8, punkt 12.

¹⁴ Fremadrettet benævnt "Kommissionen"

¹⁵ MiFID II/MiFIR træder i kraft 3. januar 2018. Reguleringerne var oprindeligt sat til at skulle træde i kraft 3. januar 2017, men pga. kompleksiteten af reguleringerne, herunder behovet for et meget stort antal delegerede retsakter, har Europa-Parlamentet og Rådet for Den Europæiske Union udskudt ikrafttrædelsestidspunktet. Ændring af ikrafttrædelsestidspunktet følger af forordning nr. 1033/2016 af 23. juni 2016 samt direktiv 1034/2016 af 23. juni 2016.

1.2 Problemformulering

Den ovenstående præsentation af emnet berører grundlæggende to reguleringsområder: 1) OTC-derivatmarkedet i sin helhed og 2) råvarederivatmarkederne i sin helhed, hvad enten dette er inden- eller udenfor OTC-markedet. Formålet med denne afhandling er at foretage en retlig analyse af reguleringen af råvarederivater, hvor denne udelukkende foregår i OTC-markedet. Formålet bliver derfor at analysere indholdet og interaktionen mellem reguleringsområderne, hvor dette afgrænses til råvarederivater i OTC-markedet. Ud fra dette definerede formål vil denne afhandling besvare følgende undersøgelsesspørgsmål:

" Hvordan ændres retsstilling for handlen med råvarederivater i OTC-markedet som følge af den reguleringsmæssige reform, og hvilken juridisk betydning har dette for virksomheder, der handler i markedet?"

Det opstillede undersøgelsesspørgsmål er toledet. Ud fra reformen fokuseres der således dels på de juridiske ændringer for selve markedet og dels på den juridiske betydning af dette over for virksomheder.

1.3 Metode

Afhandlingen tager afsæt i anvendelsen af retsdogmatiske metode til at systematisere og klarlægge de europæiske regler, som regulerer handlen med råvarederivater i OTC-markedet. Reguleringen af råvarederivater i OTC-markedet er på nuværende tidspunkt underlagt retsregler, der er gældende ret, men tillige også retsregler, som er vedtaget, men som endnu ikke er gældende ret.

Den retsdogmatiske metode anvendes i denne afhandling til at beskrive de retsregler, der er gældende ret (*de lega lata*), men tillige også for de retsregler, der kommer til at udgøre fremtidig gældende ret (*lex futura*).¹⁶ Med brugen af den retsdogmatiske metode er det målet at fremstille den gældende og kommende retstilstand på en systematisk og overskuelig måde.¹⁷

I afhandlingen anvendes der primær kilder i form af afledt ret under EU-retten. I EU-retten sondres der mellem tre retskilder: primærret, afledt ret og subsidiærret. Den afledte ret består af retlige elementer, som baseres på primærretten (traktaterne). Der sondres under den afledte ret mellem unilaterale retsakter og aftaleret, og fokus for denne afhandling er unilaterale retsakter efter TEUF art. 289-291, dvs. direktiver, forordninger og dertilhørende retsakter i form af delegerede forordninger og gennemførelsesforordninger.¹⁸

¹⁶ Jf. *Christina D. Tvarnø og Ruth Nielsen*: Retskilder og retsteorier, s. 31 samt s. 263.

¹⁷ *Ibid.*, s. 30.

¹⁸ For en mere detaljeret fremstilling om EU's retskilder se i det hele *Karsten Engsig Sørensen, Poul Runge Nielsen og Jens Hartig Danielsen*: EU-retten, kapitel 4.

Bestemmelserne i TEUF art. 289-291 afspejler en kodificering af *Lamfalussy-proceduren*, som er en lovgivningsmetode bestående af 4 niveauer.¹⁹ Efter proceduren udstedes der på niveau 1 (TEUF art. 289) forordninger og direktiver, som angiver grundprincipperne for reguleringen. På niveau 2 (TEUF art. 290-291) fastlægges der gennem delegerede forordninger og gennemførelsesforordninger reguleringsmæssige detaljer, som er nødvendig for at gennemføre grundprincipperne. På niveau 3 udstedes der tilsynsmæssige vejledninger,²⁰ mens der på niveau 4 føres kontrol med reguleringens overholdelse.²¹ Idéen med de flere niveauer er, at det skaber en mere fleksibel lovgivningsmetode, der bl.a. skal tilgodese de finansielle markeders hastige udvikling. Mellem niveau 1-3 foreligger der et retskildehierarki, som har betydning i tilfælde af, at der ikke er overensstemmelse mellem de forskellige niveauer, eller hvor der er eventuelt er hjemmelsproblemer.

I afhandlingen er der, foruden de primære kilder, tillige inddraget og anvendt sekundære kilder i form af bl.a. bøger, artikler, mv.

I afhandlingen er der alene fokus på anvendelse af EU-retten.

1.4 Afgrænsning

Da emnet for denne afhandling berører et stort og kompliceret reguleringsgrundlag, har det, ud fra begrænsningen i afhandlingens materielle omfang, været nødvendigt at foretage visse afgrænsninger.

Under afsnit 2.2 er der foretaget en afgrænsning i forhold til beskrivelsen af de forskellige markedspladser under reguleringen i MiFID I og MiFID II/MiFIR. Markedspladserne bliver kort introduceret i afsnittet, men den nærmere regulering omkring disses drift mv., samt de nærmere forskelle mellem de forskellige markedspladser, behandles ikke yderligere.

I afsnit 3.1 er der foretaget en afgrænsning i forhold til reguleringen i EMIR således, at reglerne om omkring adgang, drift og styring af såkaldte "centrale modparter" og "transaktionsregistre" er udeladt. EMIR's krav om værdiansættelse, samt udveksling af sikkerhedsstillelse for såkaldte "ikke-clearede råvarederivater" er kun behandlet i begrænset omfang, idet reglerne i høj grad vedrører teknisk-økonomiske forhold.

I afsnit 3.2 bliver MiFID I/MiFID II's regler om organisation, governance og investorbeskyttelse nævnt, men en nærmere gennemgang og fremstilling af disse regler er udeladt i afhandlingen.

I afsnit 3.3 er der foretaget en afgrænsning i relation til markedsmisbrugsreglerne, således at bestemmelser om lovlig adfærd og accepteret markedspraksis er udeladt. Regler om oplysningskrav, herunder krav om offentliggørelse af intern viden, er ligeledes udeladt.

Der er i afhandling medtaget referencer til kapitaldækningsreglerne i CRD IV og CRR, men det nærmere indhold af disse reguleringer er ikke behandlet i afhandlingen.

¹⁹ For en mere detaljeret fremstilling om Lamfalussy-proceduren, se i det hele *Jesper Lau Hansen*: European Securities and Markets Authority (ESMA) - skabelsen af et føderaliseret tilsyn I EU, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 4, 2011, side 72-86.

²⁰ Dette kan f.eks. være vejledninger, der er udstedt af ESMA og ACER. Vejledninger fra de to agenturer er i relevant omfang inddraget og anvendt i afhandlingen.

²¹ Jf. *Jesper Lau Hansen*: European Securities and Markets Authority (ESMA) - skabelsen af et føderaliseret tilsyn I EU, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 4, 2011, side 74.

Eftersom afhandlingen alene fokuserer på anvendelse af EU-retten, er området omkring reglernes implementering i dansk ret, herunder konsekvenserne af EU's stigende anvendelse af forordninger, ikke medtaget i afhandlingen.

Der er i afhandlingen ikke medtaget materiale, som er fremkommet efter d. 15. december 2016.

Kapitel 2: Introduktion til råvarederivater og OTC-markedet

2.1 Generel introduktion til derivatmarkedet

Derivatmarkedet er en del af det samlede finansielle kapitalmarked, og markedet refereres ofte som det tertiære kapitalmarked, hvor man adskiller det fra det primære- og sekundære kapitalmarked.²² Det primære kapitalmarked angår udstedelsen af finansielle instrumenter (eksempelvis aktier eller obligationer), mens det sekundære kapitalmarked angår handlen med disse udstedte instrumenter.²³

Derivatmarkedet udgør såvel i juridisk som økonomisk henseende et ganske komplekst område af det finansielle kapitalmarked. Med afsæt i den økonomisk terminologi betegnes derivater som værende *afløede finansielle instrumenter*, hvor indholdet og sammensætningen udspringer af parternes behov og/eller ønsker. Det følgende afsnit vil belyse de grundlæggende karakteristika, som kendetegner et derivat.

2.1.1 Derivaters grundlæggende karakteristika

Et derivat kan beskrives som en aftale mellem to parter om - i en eller flere omgange - at udveksle ydelser mellem hinanden (afregne) på - et eller flere - tidspunkter ud i fremtiden.²⁴ For mindst den ene af parterne afhænger værdien af denne parts ydelse af et *underliggende aktiv*. Det underliggende aktiv kan i teorien antage hvilket som helst aktiv, hvad enten dette kategoriseres som håndgribelig eller uhåndgribelig. Eksempelvis kan det underliggende aktiv antage et finansielt instrument, et aftalt prisindeks, valutaer, eller - som kendetegnet for et råvarederivat - et fysisk råvareaktiv. For det underliggende aktiv er kravet blot, at værdien af dette er variabelt og målbart.²⁵

Som overvejende udgangspunkt vil de to parters ydelser på tidspunktet for indgåelse af derivataftalen være udlignelige. Dette medfører, at der på indgåelsestidspunktet for derivataftalen ikke består nogen selvstændig værdi af aftalen. Efter indgåelsen af derivataftalen vil udsving i værdien af parternes forskellige ydelser medføre, at ydelserne ikke længere er udlignelige. Når værdien af parternes ydelser ikke længere er udlignelige, får derivataftalen derved tillagt en selvstændig værdi, idet forholdet mel-

²² Jf. *Jesper Lau Hansen: Værdipapirhandelsloven med kommentarer*, Bind 2, s. 36. Lau Hansen anfører dog, at sondringen mellem det sekundære og tertiære marked ikke er helt klar, og at sondringen derfor er af begrænset analytisk værdi.

²³ Ibid.

²⁴ Jf. *Supra* note 3, s. 62. Denne beskrivelse er udgangspunktet, men der består også derivattyper, der afviger dette udgangspunkt - eksempelvis en option, hvor der forligger en ret, men ikke en forpligtigelse til at udveksle en ydelse. Beskrivelsen af derivattyper følger senere i afsnittet.

²⁵ Ibid.

lem ydelserne forskydes. Værdien af derivataftalen er således *afledt* af værdiændringerne på et eller flere underlæggende aktiver.²⁶ En derivataftale indebærer således handel med rettigheder og forpligtigelser, og det kan kategoriseres som en selvstændig aftale, der individuelt udgør et finansiel aktiv.²⁷

Der findes ikke i den europæiske kapitalmarkedsregulering en juridisk begrebsdefinition af et derivat,²⁸ og derivater bliver under MiFID I forbundet synonymt med begrebet *finansielle instrumenter*. I MiFID I art. 4, nr. 17 defineres et finansielle instrument som de i direktivets bilag I, afsnit C, anførte instrumenter, men definition giver ikke nogen nærmere juridiske fortolkningsbidrag til, hvad der forstås ved sådan et instrument. Kommissionen har i en vejledende ordliste defineret et finansielt instrument som værende: "*et aktiv eller dokumentation for ejerskab af et aktiv eller en kontraktlig aftale mellem to parter om at modtage eller levere et andet finansielt instrument*".²⁹

Der findes mange typer af derivater, herunder eksempelvis futures, forwards, swaps og kreditderivater.³⁰ Fælles for disse typer af derivater er, at aftalen er bindende for alle parter. Modsat de forannævnte derivattyper, findes der derivattypen option, som kun har forpligtende karakter for mindst den ene aftalepart. I en option skelnes der følgende mellem optionshaver og -giver. Er en aftalepart optionshaver, har denne en ret men ingen pligt til at præstere en ydelse. Er aftaleparten omvendt optionsgiver, er denne aftalepart forpligtet til at præstere den ydelse, der er aftalt i derivatet. En option udgør et således et haltende retsforhold (*negotium claudicans*), hvor optionsgiverens retsstilling afhænger af, om optionshaveren ønsker at udnytte sin ret.³¹ Under de forskellige derivattyper skelnes der mellem derivater, hvor ydelserne kun kan afregnes på slutdagen, og derivater hvor, der kan afregnes i løbeperioden og inden slutdagen.

Af de forskellige derivattyper bliver derivater, hvor det underliggende aktiv enten er en råvare eller relatere sig til en råvare, karakteriseret som værende *råvarederivater*.

2.1.2 Nærmere om anvendelsen af råvarederivater

Råvarederivatmarkedet er tæt forbundet med råvareproduktion, hvor problemer omkring opbevaring, levering og sæsonmønstre ofte søges afdækket med risikosikring via derivataftaler.³² Råvareproducenter kan f.eks. have ønsker om at administrere deres eksponering over for ændringer i de priser, de modtager for deres råvarer. Råvareaftagere kan omvendt ønske - og nogle gange have brug for - at afdække de priser, som de

²⁶ Jf. *Katja Joo Dyppel*: Beskatning af derivater, s. 25.

²⁷ Jf. Supra note 26.

²⁸ EMIR art. 2, 5) har medtaget en definition af »derivat«, men denne definition henviser til de finansielle instrumenter der er fastsat i MiFID I direktivets bilag I, afsnit C, punkt 4-10. Dermed bidrager denne definition ikke til afklaring af begrebet.

²⁹ Jf. http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/glossary_en.pdf

³⁰ Det falder uden for formålet af dette speciale at give en tilbundsående opstilling samt beskrive af de enkelte derivattypers karakteristika. I stedet kan der med fordel henvises til *John C. Hull*: Options, Futures and Other Derivatives, 8. udgave, herunder særligt kapitel 33's gennemgang af råvarederivater.

³¹ Supra note 22, s. 39.

³² Jf. *Michael Chui*: Derivatives markets, products and participants: an overview, IFC Bulletin No 35, s. 7.

kan købe råvarer til.³³ Tusindvis af virksomheder af alle former og størrelser, i alle brancher og i alle områder bruger råvarederivater. Producenter, energiselskaber, landmænd, landbrug- og fødevarer virksomheder, IT-virksomheder, samt mange andre typer af virksomheder danner rammen for de globale råvarederivatmarkeder.³⁴

Som det kort blev beskrevet i afsnit 1.1 kan råvarederivater benyttes til afdække risikoen i forbindelse med den fysiske produktion og prisusikkerhed. En sådan risikoafdækning betegnes *hedging*. Hedging kan benyttes som en handelsstrategi til at reducere finansielle risici og kendetegnet ved en sådan risikoafdækning er, at der i forbindelse med afregning af derivataftalen ofte sker fysisk levering af råvarerne som det underliggende aktiv.

Frem for at afdække risiko kan råvarederivater også bruges til at erhverve risiko. En sådan handelsstrategi betegnes i markederne som *spekulation* og indebærer, at aktører indgår en derivataftale for at spekulere på den fremtidige værdi af råvarer og deraf søge et afkast. Spekulationen udføres ved at man handler et råvarederivat, hvor den aktuelle markedspris af råvaren bestemmer prissætningen. Når ydelserne i råvarederivatet skal udveksles (afregnes), vil dette ske til en fremtidig markedspris. Er den fremtidige markedspris lavere end markedsprisen ved aftaleindgåelsen, har den aftalepart, der satsede på en højere pris, "tabt" på værdiforskellen, mens den anden aftalepart, der satsede på en lavere pris, har "vundet" på denne forskel. Er den fremtidige markedspris højere vil forholdet være omvendt. Spekulation i råvarer handler altså om at kunne forudsige fremtidige prisudsving i råvarerne mere præcist end andre spekulanter. En sådan forudsigelse baserer spekulanterne ofte på baggrund af indsamlet information og statistiske analysemodeller. Kendetegnet ved "ren" finansiell spekulation er, at spekulanterne handler råvarederivatet og afregner finansielt uden selv at eje råvarerne. Situation kan dog også være den omvendte, hvor en af spekulanterne faktisk ejer råvarerne, og at der enten er mulighed for eller skal ske afregning ved fysisk levering.³⁵

Råvarederivater kan foruden hedging og spekulation også anvendes til *arbitrage*, hvilket er en handelsstrategi, der udnytter aktuelle prisforskelle på råvarer i forskellige derivatmarkeder. Ved at handle et råvarederivat i et derivatmarked, og derefter afsætte dets underliggende aktiv med et andet råvarederivat i et andet derivatmarked, kan der opnås en profit på prisforskellen. Formålet med arbitrage er at udnytte synlige prisforskelle, og handelsstrategien må således ikke forveksles med spekulation.

Råvarederivaterne udgør klart en mindre del af den samlede mængde af derivater, men værdien af disse derivater udgør i sig selv en betydeligt finansiell størrelse.³⁶ I første halvår af 2016 blev værdien af råvarederivater, i 13 af de største globale OTC-markeder, opgjort til (ikke mindre end) 1.392 milliarder dollars.³⁷

³³ Jf. Supra note 32.

³⁴ Ibid.

³⁵ Forskellen på fysisk og finansiell afregning er, at der ved fysisk afregning sker en faktisk overdragelse af aktiver, mens der ved finansiell afregning alene er tale om en finansiell postering, hvor aftaleparterne enten krediteres eller debiteres for forskellen mellem den oprindelige markedspris og markedsprisen på afregningstidspunktet.

³⁶ Jf. *Xavier Freixas, Philipp Hartmann og Colin Mayer: Handbook of European Financial Markets and Institutions*, s. 569 f.

³⁷ Jf. statistik fra Bank for International Settlements: http://www.bis.org/statistics/d5_2.pdf.

For eksempler på anvendelse af råvarederivater under de forskellige handelsstrategier, se bilag 1.

2.2 Definerings af det europæiske OTC-markedet

For at definere det europæiske OTC-markedet³⁸ er det en grundlæggende forudsætning at forstå, hvornår handel med derivater kan betegnes OTC. Under den europæiske kapitalmarkedsregulering findes der ikke en generel definition eller specifik juridisk afgrænsning af OTC-markedet.³⁹ Til defineringen og afgrænsningen af OTC-markedet (hvad enten dette gælder for aktier eller andre finansielle instrumenter, herunder derivater) kan der tages udgangspunkt i en juridisk sondring mellem *bilateral* og *multilateral* handel.

I sondringen mellem bilateral og multilateral handel består den afgørende forskel i, om der ved handlen gives mulighed for individuel forhandling. Ved multilateral handel interagerer forskellige tredjemands købs- og salgsinteresser på en markedsplads, hvor der alene handles standardiserede derivater. Ved standardiserede derivater gives der ikke mulighed for individuel tilpasning, idet derivaternes vilkår er identiske, uafhængig af hvem de kontraherende parter er.⁴⁰

Multilateral handel foregår, efter kapitalmarkedsstrukturen i MiFID I, på markedspladser, der enten er indrettet som et regulerede marked (RM) eller en multilateral handelsfacilitet (MHF). Med MiFID II/MiFIR udvides disse markedspladser til også at omfatte multilateral handel, som kan indplaceres under en ny markedsplads, kaldet organiseret handelsfacilitet (OHF). En OHF adskiller sig som markedsplads fra et RM og en MHF, idet definitionen på en OHF søger at regulere hybride former for multilateral handel, som falder uden for definitionerne af et RM og MHF.

Bilateral handel giver - modsat multilaterale handel - mulighed for individuel forhandling. Bilateral handel er kendetegnet ved, at den foregår direkte mellem to kontraherende parter, og dette åbner op for, at de kontraherende parter kan foretage en individuel tilpasning af derivatets vilkår.

OTC-markedet kan i praksis defineres ud fra en "definition by elimination", dvs. at OTC-markedet består af den bilaterale handel, som foregår uden for de ovenfor nævnte markedspladser, RM, MHF og OHF.⁴¹

Med introduktionen af OHF'en vil størrelsen af det nuværende OTC-marked blive indskrænket, men hvor meget kan ikke siges med sikkerhed, da der fortsat består en vis usikkerhed omkring markedspladsens funktion i det finansielle marked (primært

³⁸ Det europæiske OTC-marked benyttes som en samlet betegnelse for de forskellige OTC-markeder, der består i de forskellige EU-medlemsstater. Fremadrettet betegnes det europæiske OTC-marked blot "OTC-markedet".

³⁹ Under revisionen af MiFID blev det af Europa-Parlamentet forslået i revisionsforslaget til MiFIR at begrænse OTC-markedet til "*bilateral trading carried out by an eligible counterparty on its own interest, outside a trading venue or an SI, on an occasional and irregular basis, with eligible counterparties, and always at large-in-scale sizes*", jf. hertil art. 1 (2c) i The Parliament's Resolution on the MiFIR Proposal, adopted on 26 October 2012 (P7_TA PROV(2012)0407). Forslaget blev ikke vedtaget.

⁴⁰ Jf. *Peter Krüger Andersen*: »Over-the-counter« handel og dark pools, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 3, 2013, s. 83.

⁴¹ Jf. Supra note 40, s. 96.

fordi markedspladsen endnu ikke eksisterer). OHF'ens reelle betydningen for det nuværende OTC-marked kendes derfor ikke med sikkerhed.

Selv om OTC-markedet vil blive indskrænket med introduktionen af OHF'en, vil der fortsat være et behov for OTC-markedet, idet visse typer af derivater, herunder råvarederivater, kan indeholde så individualiserede vilkår, at disse ikke er egnet til at blive handlet på en markedsplads.

Kapitel 3: Reguleringen af råvarederivater i OTC-markedet

Den retlige regulering af råvarederivater har udviklet sig markant over de seneste år. Formålet med kapitel III er at give et systematisk overblik over de væsentligste reguleringstiltag, som enten direkte eller indirekte har indvirkning på handlen med råvarederivater i OTC-markedet. Kapitlet fokuserer både gældende ret og fremtidig gældende ret.

3.1 Regulering af modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet

Modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet, har - indtil ikrafttrædelse af EMIR i 2012 - været ureguleret i det europæiske finansmarked. EMIR repræsenterer dele af EU's gennemførelse af G20-målsætningen om at reducere den systemiske risiko fra OTC-derivater.^{42 43} Reguleringen omfatter 2 af G20-målsætningens elementer: at OTC-derivater cleares gennem en central modpart, samt at OTC-derivater rapporteres til transaktionsregistre.

Reguleringen i EMIR indeholder tre hovedforpligtigelser: 1) clearing af OTC-derivater, 2) risikoreduktionsteknikker for ikke-cleared OTC-derivater og 3) indrapportering af derivater. Udover de tre hovedforpligtigelser indeholder reguleringen ligeledes regler om adgang, drift og styring af centrale modparter og transaktionsregistre.⁴⁴

3.1.1 Sondringen mellem "OTC-derivater" og "derivater" under EMIR

Reguleringen af de tre hovedforpligtigelser i EMIR tager udgangspunkt i en grundlæggende sondring mellem: "OTC-derivater" og "derivater". Efter EMIR art. 1, stk. 1

⁴² EMIR modsvarer andre globale reguleringsreformer for gennemførelsen af G20-målsætningen. Af andre reformer kan der eksempelvis henvises til den amerikanske retsakt Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act fra 2010, hvis formål søger at regulere tilsvarende hovedforpligtigelser som i EMIR.

⁴³ I forlængelse af reguleringen af EMIR har Kommissionen også foretaget visse ændringer i kapitaldækningsreglerne CRD IV/CRR, som alene gælder for de finansielle virksomheder. Ændringerne består i en skærpelse af reglerne om beregningen af modpartskreditrisiko, og har til formål at tilskynde de finansielle virksomheder til at klare deres derivater gennem en CCP, idet der anvendes en lavere risikovægtning for visse derivater, som cleares gennem en CCP. Da risikovægtningen indgår i solvensberegningen, har dette direkte betydning i forhold til det individuelle kapitalkrav, der stilles til for en finansiell virksomhed. De nærmere regler under CRD IV/CRR er ikke nærmere behandlet i denne afhandling, jf. afgrænsningen i afsnit 1.4.

⁴⁴ Disse vil ikke blive behandlet, jf. hertil afgrænsningen i afsnit 1.4.

gælder kravene om clearing- og risikoreduktionsteknikker for "OTC-derivater", mens indberetningskravet gælder for "derivater". Forskel på de to kategoriseringer er fastsat i definitionerne i EMIR art. 2, nr. 5 og 7. Efter EMIR art. 2, nr. 5 er et "derivat" de i MiFID I, bilag I, afsnit C, punkt 4-10 anførte instrumenter, mens et "OTC-derivat" efter EMIR art. 2, nr. 7 er et derivat, hvis gennemførelse ikke finder sted på et RM eller tilsvarende tredjelandsmarked.

Kravet om indrapportering gælder for alle typer af derivater under MiFID I, bilag I, afsnit C, punkt 4-10 uafhængigt af, om handelens gennemførelsessted er på et RM, en MHF eller OTC. Indrapporteringskravet under EMIR er dermed udvidet i forhold til G20-målsætningen, som oprindeligt kun fokuserede på OTC-derivater, som handles uden for markedspladserne. Kravene om clearing- og risikoreduktionsteknikker gælder imidlertid kun for OTC-derivater, hvilket under EMIR betragtes som alle derivater, der handles uden for et RM.⁴⁵ At kategorisere OTC-derivater som værende alle derivater uden for et RM er således en definatorisk afvigelse fra den afgrænsning af OTC-markedet, der kan foretages ud fra reguleringen i MiFID I/MiFID II, hvor det afgørende element er det bilaterale aspekt, jf. hertil afsnit 2.2 ovenfor.

Ved at definere MHF som værende en del af OTC-markedet omfattes handel med derivater på en MHF af bestemmelserne om clearing- og risikoreduktionsteknikker. Denne inkludering skal ses ud fra en betragtning om, at der for denne markedsplads ikke tidligere har bestået krav om clearing af derivater, modsat et RM, hvor dette i praksis har været et branchekrav.⁴⁶ Hensigten med at inkludere MHF i definition er således at få stillet krav om, at der også sker risikominimering for de derivater, som handles på en MHF. Det er imidlertid ikke hensigten, at definitionen i EMIR skal fungere som *lex specialis* i relation til MiFID I/MiFID II og dermed kategorisere multilateral handel på en MHF som værende OTC. Det må således fastholdes, at OTC-markedet udgøres af den bilaterale handel, som foregår uden for markedspladserne.

3.1.2 EMIR's anvendelsesområde for råvarederivater i OTC-markedet

Anvendelsesområdet af EMIR henviser efter EMIR art. 2, stk. 1 litra 5 til de i MiFID I (og kommende MiFID II), bilag I, afsnit C, punkt 4-10 anførte instrumenter, hvor de relevante punkter for råvarederivater er punkt 5, 7 og 10.⁴⁷ Anvendelsesområdet tager således afsæt i klassificeringen af råvarederivater under MiFID I/MiFID II.

3.1.2.1 Klassificeringen af råvarederivater under MiFID I

Under henvisning til punkt 5 omfattes råvarederivater af EMIR, hvis råvarederivaterne enten skal eller kan afregnes finansielt.

⁴⁵ Jf. ESMA: Questions and Answers, Implementation of EMIR, 2016/539, s. 13.

⁴⁶ Under MiFIR art. 29 indføres der et decideret lovkrav om clearing af handler, der foregår på et RM. Lovkravet træder i kraft 3. januar 2018, jf. note 15 ovenfor.

⁴⁷ Afsnit C, punkt 6 vedrører specifikt råvarederivater, men ud fra afgrænsningen af OTC-markedet, jf. hertil afsnit 2.2, findes punktet ikke relevant i nærværende analyse, idet punktet relaterer sig til råvarederivater, som handles på et RM eller MHF.

Råvarederivater, som handles uden for et RM eller MHF, vil efter EMIR's henvisning til punkt 7 være omfattet af EMIR, hvis råvarederivaterne opfylder 3 følgende forhold: de kan eller skal afregnes fysisk,⁴⁸ har et *ikke-kommercielt formål* samt *karaktéristika som andre afledte finansielle instrumenter*.

Efter art. 38, stk. 4 i gennemførelsesforordning nr. 1287/2006 til MiFID I findes et råvarederivat at have et kommercielt formål (og tillige ikke have karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter), hvis: 1) råvarederivatet indgås med eller af en operatør eller forvalter af et energitransmissionsnet, en energibalancemekanisme eller et rørledningsnet, og 2) indgåelsen af råvarederivatet findes nødvendigt på et givet tidspunkt for at sikre en udligning af udbuddet af og efterspørgslen på energi. Gennemførelsesforordningens art. 38, stk. 4 benytter en omvendt klassificering, dvs. at et råvarederivat, som ikke opfylder de ovenfor oplistede betingelser, anses for at have et ikke-kommercielt formål under punkt 7.

Det følger videre af gennemførelsesforordningens art. 38, stk. 1, at et råvarederivat har karakteristika som et andet afledt finansielt instrument, hvis råvarederivatet opfylder 3 kumulative betingelser: 1) at det udtrykkeligt er anført, at råvarederivatet svarer til en kontrakt, som handles på et RM, en MHF eller en tilsvarende markedsplads i et tredjeland⁴⁹, 2) at råvarederivatet cleares eller, at der er ordninger for betaling eller indførelse af en margin i forhold til kontrakten^{50 51} og 3) at råvarederivatet er standardiseret,⁵² således at pris, mængde, leveringsdato og andre vilkår bestemmes primært under henvisning til offentliggjorte priser, standardmængder eller standardleveringsdatoer.

Med de 3 nævnte betingelser findes anvendelsen af EMIR under punkt 7 stærkt begrænset i forhold til OTC-markedet, idet EMIR kun finder anvendelse, hvis de udtrykkelige kriterier i betingelse 1, 2 og 3 er opfyldt.

Råvarederivater, der falder uden for punkt 5 og 7, kan tillige være omfattet af EMIR's bestemmelser under henvisningen til punkt 10. Punkt 10 omfatter efter formuleringen

⁴⁸ Der findes ikke nogen nærmere lovgivningsmæssig specificering af dette forhold. Om fortolkning af forholdet kan der med fordel henvises til ESMA's vejledning i dokument ESMA/2015/675, s. 6.

⁴⁹ Betingelse 1 forudsætter efter art. 38, stk. 1, a) at minimum 1 af 3 kriterier er opfyldt. Det nævnte kriterie er art. 38, stk. 1, a) kriterie nr. 3, men da bestemmelsens kriterie nr. 1 og 2 vedrører råvarederivater, der handles på markedspladser eller under tilsvarende regler, er de ikke medtaget, idet de ikke findes relevante i forhold til afgrænsningen under OTC-markedet.

⁵⁰ Margin er en sikkerhedsstillelse, som en aftalepart til et råvarederivat skal deponere hos den anden aftalepart til hel eller delvis dækning af kreditrisikoen mellem aftaleparterne. Begrebet margin er nærmere behandlet i note 87 nedenfor.

⁵¹ 1. led i betingelse 2 er for nuværende ikke relevant i forhold til anvendelsen af EMIR's bestemmelser om clearing- og risikoreduktionsteknikker, idet bestemmelsernes funktion implicit udviskes på et (allerede) clearet råvarederivat. Er råvarederivatet clearet, og opfylder det betingelse 1 og 3, er 1. led dog stadig relevant i forhold til anvendelsen af EMIR's regler om indrapportering til et transaktionsregister.

⁵² Elementet om standardisering er tillige et vigtigt element i forhold til EMIR's clearingforpligtelse, hvor en vis grad af standardisering skal tages i betragtning ved fastlæggelsen af, om en bestemt klasse af OTC-derivater skal være underlagt clearingforpligtigheden, jf. afsnit 3.1.3.1.1 nedenfor. Det er dog vigtig at skelne mellem standardisering under MiFID/MiFID II og EMIR. Under MiFID/MiFID II anvendes standardisering for de abstrakte kriterier, som indgår i bedømmelse af om en aftale er et derivat. Ved standardisering under EMIR ser derimod på graden af standardisering af de aftaler, som allerede er klassificeret som derivater, jf. hertil ESMA/2014/549: Consultation Paper - MiFID II/MiFIR, s. 287.

råvarederivater, der vedrører økonomiske statistikker, som skal eller kan afregnes kontant, samt råvarederivater, der vedrører aktiver, rettigheder, forpligtigelser indekser og mål, som ellers ikke er omfattet af punkt 5 og 7. Udover de råvarederivater, som udtrykkeligt falder ind under punkt 10, omfatter punkt 10 tillige typer af råvarederivater, der omhandler lagerkapacitet af råvarer, eller transmission/transportkapacitet vedrørende råvarer.⁵³

Anvendelsen af punkt 10 er toledet. Hvis råvarederivatet vedrører økonomiske statistikker, er det afgørende forhold, om derivatet skal eller kan afregnes finansielt. Vedrører råvarederivatet derimod aktiver, rettigheder, forpligtigelser indekser, mål, lagerkapacitet, eller transmission/transportkapacitet, er det afgørende forhold, om derivatet har karakteristika som et andet afledt finansielt instrument.

Efter art. 38, stk. 3 i gennemførelsesforordning nr. 1287/2006 har et råvarederivat karakteristika som et andet afledt finansielt instrument under punkt 10, hvis råvarederivatet opfylder 1 af 2 følgende betingelser: 1) råvarederivatet skal eller kan afregnes finansielt, eller 2) råvarederivatet opfylder de ovenfor nævnte betingelser i gennemførelsesforordningens art. 38, stk. 1.⁵⁴

Betingelse 1 forudsætter finansiell afregning, mens betingelse 2 forudsætter, at betingelse 1, 2 og 3 i gennemførelsesforordningens art. 38, stk. 1 er opfyldt. Anvendelsen af EMIR under punkt 10 er således tillige stærkt begrænset i forhold til OTC-markedet, idet EMIR kun finder anvendelse, hvis de udtrykkelige forhold i betingelse 1 og 2 er opfyldt.

Under henvisning til MiFID I bilag I, afsnit C, punkt 5, 7 og 10 omfatter EMIR således primært de råvarederivater, der enten skal eller kan afregnes finansielt, og under særlige forhold tillige andre typer af råvarederivater, herunder råvarederivater, der kan afregnes fysisk, forudsat at de opstillede betingelser i gennemførelsesforordningen er opfyldt.

3.1.2.2 Klassificeringen af råvarederivater under det kommende MiFID II

Det ovenfor gennemgåede anvendelsesområde gælder med henvisning til det nugældende MiFID I. Som det tidligere er angivet afløser MiFID II det nugældende MiFID I med virkning fra 3. januar 2018,⁵⁵ og i den forbindelse ændres anvendelsesområdet under EMIR, idet EMIR, fra ikrafttrædelsestidspunktet af MiFID II, vil komme til at henvise til de i MiFID II, bilag I, afsnit C, punkt 4-10 anførte instrumenter. Som det var tilfældet under MiFID I er, vil de relevante punkter for råvarederivater fortsat være punkt 5, 7 og 10.

Under MiFID II er der sket sproglige tilpasninger af punkt 5, 7 og 10, men særligt for punkt 7 og 10 gælder det tillige, at af indholdet i punkterne er blevet ændret i den sekundære regulering.

⁵³ Jf. art. 39 i Kommissionens gennemførelsesforordning nr. 1287/2006 af 10.08.2006.

⁵⁴ Det bemærkes, at art. 38, stk. 3 tillige indeholder et tredje betingelseskriterie. Betingelsen foreskriver, at råvarederivatet skal være handlet på et RM, en MHF eller tilsvarende markedsplads i et tredjeland. Betingelsen er ikke medtaget ovenfor, idet den ikke findes relevante i forhold til afgrænsningen under OTC-markedet.

⁵⁵ Jf. note 15 ovenfor.

Under MiFID II er udgangspunktet for punkt 7 fastholdt, dvs. at råvarederivater fortsat vil være omfattet af EMIR, hvis råvarederivaterne opfylder følgende forhold: 1) skal eller kan afregnes fysisk, 2) har et ikke-kommercielt formål, og 3) har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter. Til forskel fra forholdene under MiFID I, opstilles der under MiFID II nye kriterierne for præcisering af forhold 2 og 3.

De nye kriterier for forhold 2 og 3 er nærmere fastsat ved en delegeret forordning,⁵⁶ som Kommissionen har fået tildelt kompetence til at vedtage. Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.⁵⁷

Efter den vedtagne forordnings art. 7, stk. 4 følger det, at kriterierne for forhold 2 overordnet er fastholdt, dog med den tilføjelse, at et kommercielt formål præciseres til tillige at omfatte råvarederivater, der indgås med henblik på overførsel af reservekapacitet i energimarkedet.

For forhold 3 er der derimod sket væsentlige ændringer. Efter forordningens art. 7, stk. 1 følger det, at et råvarederivat findes at have karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, hvis råvarederivatet opfylder 2 kumulative betingelser: 1) råvarederivatet svarer til en kontrakt, som handles på et RM, en MHF, en OHF eller en tilsvarende markedsplads i et tredjeland for så vidt angår pris, mængde, leveringsdato og andre kontraktvilkår og 2) råvarederivatet er standardiseret, således at pris, mængde, leveringsdato og andre vilkår bestemmes primært under henvisning til offentliggjorte priser, standardmængder eller standardleveringsdatoer.

Kriterierne for forhold 3 er således ændret fra MiFID I, idet det nuværende kriterie om clearing eller ordning for betaling eller indførelse af marginkrav er blevet fjernet. Meningen med at fjerne kriteriet har været, at kriteriet delvis udviser funktionen af EMIR ved krav clearing.⁵⁸ Under forhold 3 er der endvidere sket en ændring af betingelse 1, idet udtrykkelighedskravet er blevet fjernet. Udtrykkelighedskravet er blevet fjernet ud fra den betragtning, at klassificeringen af et råvarederivat ikke (længere) skal afhænge af de kontraherende parteres eget valg, men derimod ud fra en objektiv vurdering.⁵⁹

I forhold til punkt 10 er udgangspunktet fra MiFID I fastholdt, dog med den ændring, at bedømmelsen af, om et råvarederivat har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, nu bliver bedømt under henvisning til de (nye) betingelser i forordningens art. 7, stk. 1.⁶⁰

Ændringen i kriterierne for bedømmelse af, om et råvarederivat har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, medfører således, at der med ikrafttrædelsen af MiFID II vil ske en udvidelse af omfattede råvarederivater i relation til EMIR, idet ændringerne medfører, at der inkluderes flere typer af råvarederivater under punkt 7 og 10. Det vil fortsat primært være de råvarederivater, der enten skal eller kan afregnes finansielt, som omfattes af EMIR, og under særlige forhold vil andre typer af

⁵⁶ C(2016) 2398 final, Kommissionens delegerede forordning af 25.4.2016.

⁵⁷ Status pr. 15. december 2016.

⁵⁸ Jf. ESMA/2014/549: Consultation Paper - MiFID II/MiFIR, s. 286, samt note 51 ovenfor.

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Jf. Supra note 56, art. 7, stk. 3.

råvarederivater, herunder råvarederivater, der kan afregnes fysisk, tillige være omfattet af EMIR, forudsat at de opstillede betingelser i den vedtagne forordning er opfyldt.

3.1.3 Clearing af råvarederivater

Ved handel med råvarederivater - og derivater generelt - består der i OTC-markedet en modpartsrisiko i relation til de aktiviteter, som finder sted mellem indgåelsen og afregningen af derivatet. En modpartsrisiko, også kendt som en risiko for misligholdelse (*default risk*), er udtryk for den risiko der består i, at en overforstående aftalepart (modpart) til derivatet misligholder sine kontraktforpligtelser.

Formålet med reglerne om clearing og risikoreduktionsteknikker i EMIR er at minimere modpartsrisiko, idet modpartsrisikoen samlet set udgør en risiko for det finansielle system, en såkaldt systemisk risiko. Hvis der lides tab som følge af misligholdte aftaleforpligtelser i derivaterne, kan dette potentielt føre til sammenbrud i derivatmarkedet. Virkningerne af et sådant sammenbrud kan potentielt sprede sig til det samlede finansielle marked, som dermed også kan risikere at blive ramt af et sammenbrud. Ved minimering af modpartsrisikoen reduceres således ikke alene aftaleparternes individuelle risici, men tillige den systemiske risiko.

For at afbøde modpartsrisikoen ved råvarederivater og den afledte systemiske risiko, er der med EMIR art. 4, stk. 1 blevet indført en såkaldt clearingforpligtelse, der bevirker, at aftaleparter skal "*clear*" et handlet råvarederivat, såfremt råvarederivatet er erklæret omfattet af clearingforpligtelsen.

Begrebet "*clearing*" referer til de aktiviteter, som finder sted mellem indgåelsen og afviklingen af råvarederivatet. I OTC-markedet har man traditionelt opereret med bilateralt clearing mellem aftaleparterne. Ved bilateral clearing bærer aftaleparterne selv risikoen for misligholdelse på hinanden. Problemet med bilateralt clearing er, at aftaleparterne ofte har modpartsrisiko på tværs af forskellige modparter. Hvis aftalepart A misligholder sine forpligtelser over for modpart B, kan det føre til, at aftalepart B misligholder sine forpligtelser over for modpart C, som så igen misligholder sine forpligtelser over for dennes modpart D og så fremdeles. Sådant en "kæde" af misligholdelse reflekterer en systemisk risiko, hvorved derivatmarkedet som helhed vil kunne blive påvirket i negativ retning i tilfælde af én aftaleparts misligholdelse.

For at imødekomme de risici, der består ved bilateral clearing, introducerer EMIR en forpligtelse til at *clear* råvarederivaterne ved en central modpart, hvilket under EMIR benævnes "*CCP*".⁶¹ Idéen med central clearing er, at aftaleparternes oprindelige forpligtelser i råvarederivatet bliver erstattet med to separate aftale med en CCP. Der er således tale om novation, hvor CCP'en i clearingsprocessen bliver køber til den oprindelige sælger og omvendt sælger til den oprindelige køber.⁶² Hvis en aftalepart misligholder sine forpligtelser overfor CCP'en, er CCP'en forpligtet til at indtræde og opfylde forpligtelserne over for den (oprindelige) ikke-misligholdende modpart. Én aftaleparts misligholdelse vil således ikke påvirke derivatmarkedet i negativ ret-

⁶¹ CCP anvendes under EMIR som akronym for den engelske betegnelse »Central Counter Party«.

⁶² Jf. *Niamh Moloney*: EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. udgave, s. 578.

ning som ved bilateral clearing, idet en misligholdelse ved central clearing ikke vil udsætte en modpart for tab. Dermed elimineres ligeledes risikoen for, at andre konnekse modparter også lider tab som følge af én aftaleparts misligholdelse.⁶³

For en illustrativ forskel mellem bilateral og central clearing, se bilag 2.

Clearingforpligtigheden i EMIR art. 4, stk. 1 gælder for råvarederivater som er handlet på en af følgende måder:⁶⁴ 1) mellem to finansielle virksomheder⁶⁵, 2) mellem en finansiell virksomhed og en ikke-finansiell virksomhed, 3) mellem to ikke-finansielle virksomheder, 4) mellem en finansiell eller ikke-finansiell virksomhed og tilsvarende virksomhed etableret i et tredjeland uden for EU, og 5) mellem tilsvarende virksomheder, der er etableret i et tredjeland uden for EU, og hvor råvarederivatet har en direkte, væsentlig og forudsigelig virkning i EU, eller at det skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt for at forhindre unddragelse af EMIR's bestemmelser.⁶⁶ Clearingforpligtigheden har dermed et territorial udstrækning til råvarederivater, der handles såvel inden eller uden for EU.

For ikke-finansielle virksomheder er det en forudsætning under EMIR art. 4, stk. 1, at disse virksomheder opfylder betingelserne i EMIR art. 10, stk. 1, litra b. Efter EMIR art. 10, stk. 1, litra b bliver en ikke-finansiell virksomhed omfattet af clearingforpligtigheden i EMIR art. 4, stk. 1, hvis virksomheden over en periode på 30 arbejdsdage har haft positioner, dvs. udestående forpligtigelser, i råvarederivater, der overstiger en fastsat *clearinggrænseværdi*. Efter EMIR art. 10, stk. 4 er clearinggrænseværdien for råvarederivater fastsat i Kommissionens delegerede forordning nr. 149/2013,⁶⁷ hvor der efter dennes art. 11, litra e er fastsat en grænse på *3 mia. euro*. Grænsen måles i en notional bruttoværdi, hvilket betyder, at det er værdien af det underlæggende aktiv i råvarederivaterne, som skal lægges til grund i beregningen.

Det er imidlertid ikke alle råvarederivater, som tæller med i clearinggrænseværdien. Råvarederivater, som er indgået med henblik på at reducere risici i forbindelse med kommerciel aktivitet eller likviditetsfinansiering for en ikke-finansiell virksomhed, eller for andre ikke-finansielle virksomheder i en koncern, skal ikke medtages i beregningen af clearinggrænseværdien.⁶⁸

⁶³ For en mere detaljeret fremstilling af clearingvirksomhed se i det hele *Jon Gregory: Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives*, 1. udgave.

⁶⁴ EMIR operer med betegnelsen finansiell- og ikke-finansiell *modpart*. For at skabe en vis systematik med begrebsanvendelsen i afhandlingens andre afsnit anvendes "virksomhed" som synonym for "modpart".

⁶⁵ Finansielle virksomheder forstås efter EMIR art. 2, nr. 8, som værende de typer af finansielle virksomheder, der er underlagt finansiell regulering, og dermed omfattet af krav om bl.a. tilladelse til at udøve finansielle aktiviteter og -services. Dette omfatter bl.a. investeringsselskaber, kreditinstitutter og forsikringsvirksomheder mv.

⁶⁶ Efter EMIR art. 4, stk. 4 er det delegeret til Kommissionen at præcisere hvilke kontrakter, der vil blive anset for at have en sådan virkning eller være nødvendigt eller hensigtsmæssigt til sådanne formål. Den retlige præcisering følger i Kommissionens delegerede forordningen nr. 285/2014 af 13.02.2014.

⁶⁷ Jf. Kommissionens delegerede forordning nr. 149/2013 af 19.12.2012.

⁶⁸ Jf. EMIR art. 10, stk. 3. Kriterierne for hvornår et derivat er indgået med henblik på at reducere risici i forbindelse med kommerciel aktivitet eller likviditetsfinansiering, er nærmere fastsat i art. 10 i delegerede forordning nr. 149/2013, jf. hertil note 67 ovenfor.

En ikke-finansiell virksomhed, som i en periode på mere 30 arbejdsdage, overstiger clearinggrænseværdien, bliver som anført ovenfor omfattet af clearingforpligtigelsen. Når/hvis sådan en situation opstår, har virksomheden pligt til straks at underrette ESMA og den kompetente myndighed i medlemsstaten.⁶⁹ Alle råvarederivater, der er erklæret omfattet af clearingforpligtigelsen, og som endnu ikke er afregnet, skal herefter inden for en frist på fire måneder cleares.⁷⁰ Hvis virksomhedens positioner i mere end 30 arbejdsdage ikke (længere) har oversteget clearinggrænseværdien, vil virksomheden ikke længere være omfattet af clearingforpligtigelsen. Opstår sådan en situation skal virksomheden kunne godtgøre, at den ikke længere omfattes af clearingforpligtigelsen. Virksomheden vil i forlængelse heraf kunne rette henvendelse til den kompetente myndighed i medlemsstaten, for herefter (igen) at blive undtaget for clearingforpligtigelsen.⁷¹

3.1.3.1.1 Erklæret omfattet af clearingforpligtigelsen

Som anført ovenfor er det kun de råvarederivater, der er erklæret omfattet af clearingforpligtigelsen, som skal cleares. Efter EMIR art. 4, stk. 1 er det, med henvisning til EMIR art. 5, stk. 2, blevet tillagt Kommissionen beføjelse til at erklære (vedtage), hvilke *derivatklasser*,⁷² dvs. type af råvarederivater, som skal omfattes af clearingforpligtigelsen. Der er under EMIR to proceduretilgange, hvorpå en derivatklasse kan erklæres omfattet af clearingforpligtigelsen: *bottom-up*- og *top-down* proceduren.

Den første procedure, *bottom up*, er reguleret efter EMIR art. 5, stk. 2. Efter EMIR art. 5, stk. 2 følger, at en derivatklasse vil kunne blive erklæret omfattet af clearingforpligtigelsen, hvis en CCP bliver godkendt af de kompetente myndigheder i en medlemsstat til at clear en bestemt derivatklasse. Når en CCP bliver godkendt til at clear en derivatklasse, skal de kompetente myndigheder efter bestemmelsen underrette ESMA om godkendelsen. ESMA⁷³ har herefter seks måneder til at udarbejde et reguleringsmæssig udkast til en delegerede forordning, som nærmere skal beskrive, hvilken derivatklasse der er tale om, samt specificere ikrafttrædelsestidspunktet.⁷⁴ Den delegerede forordning skal fremsendes til Kommissionen, som herefter, i overensstemmelse med dennes kompetence under EMIR art. 5, stk. 2, skal beslutte, om udkastet til den delegerede forordning skal vedtages. Bliver den delegerede forordning vedtaget, vil den derivatklasse, som den delegerede forordning vedrører, være omfattet af clearingforpligtigelsen med virkning fra forordningens specificerede ikrafttrædelsestidspunkt.

⁶⁹ Jf. EMIR art. 10, stk. 1, litra a.

⁷⁰ Ibid., litra c.

⁷¹ Jf. EMIR art. 10, stk. 2.

⁷² En derivatklasse er en samlebetegnelse for en undergruppe af derivater med samme og væsentlige karakteristika, som omfatter mindst forholdet til det underliggende aktiv, eller det underliggende aktivs type, jf. hertil definitionen i EMIR art. 2, nr. 6.

⁷³ På det finansielle område indtager ESMA en vigtig rolle i at bistå Kommissionen med at udarbejde delegerede retsakter i reguleringen af det europæiske kapitalmarked. For en mere detaljeret fremstilling om ESMA, se *Jesper Lau Hansen: European Securities and Markets Authority (ESMA) - skabelsen af et føderaliseret tilsyn i EU*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 4, 2011, side 87-106.

⁷⁴ Jf. EMIR art. 5, stk. 2, litra a-c.

Ud fra ordlyden i EMIR art. 5, stk. 2 kan proceduren principielt fortolkes på en sådan måde, at den udløses hver gang en CCP bliver godkendt til at clear en derivatklasse i henhold til EMIR art. 14 (første tilladelse) eller EMIR art. 15 (udvidelse af aktivitet), samt når en CCP i et tredjeland bliver godkendt af ESMA i overensstemmelse med EMIR art. 25. En sådan fortolkning af proceduren indebærer, afhængig af tidspunktet for CCP'ens godkendelse, at ESMA principielt skal udarbejde og fremsende særskilte udkast på delegerede forordninger efter hver CCP tilladelse.⁷⁵

Set ud fra et praksis synspunkt har en sådan fortolkning store organisatoriske udfordringer, særligt i henseende til, at ESMA har pligt til at gennemføre offentlige høringer forud for hvert udkast af forordninger.⁷⁶ ESMA har således - på trods af bestemmelsens ordlyd - i praksis anvendt en anden fremgangsmåde, hvor anmeldte derivatklasser er blevet "grupperet" i forskellige aktivklasser.⁷⁷ I stedet for at udløse bottom-up proceduren hver gang en CCP har fået en tilladelse, har ESMA således i praksis analyseret og udarbejdet udkast til forordninger for forskellige grupper af aktivklasser. ESMA opererer med en gruppering inden for fem aktivklasser, som spænder på tværs af en række CCP tilladelser. De forskellige aktivklasser er henholdsvis rente, kredit, udenlandsk valuta, aktier og råvarer.⁷⁸ Af de fem aktivklasser er der indtil videre kun udarbejdet og vedtaget delegerede forordninger indenfor aktivklasserne rente og kredit.⁷⁹

Overfor bottom-up proceduren står top-down proceduren, som er reguleret efter EMIR art. 5, stk. 3. Efter EMIR art. 5, stk. 3 følger det, at en derivatklasse vil kunne blive erklæret omfattet af clearingforpligtigheden, hvis ESMA på eget initiativ finder, at derivatklassen bør være omfattet af clearingforpligtigheden. EMIR art. 5, stk. 3 finder anvendelse på de derivatklasser, som ESMA finder egnet til clearing, men hvor der endnu ikke findes en godkendt CCP. Såfremt ESMA finder, at en eller flere derivatklasser bør omfattes efter EMIR art. 5, stk. 3, skal ESMA give meddelelse til Kommissionen. Efter meddelelsen skal ESMA efterfølgende offentliggøre en indkaldelse til udvikling af forslag om clearing af disse derivatklasser. Bestemmelsen i EMIR art. 5, stk. 3 har endnu ikke været anvendt.⁸⁰

Efter EMIR art. 6 skal ESMA føre et offentligt register, som på entydig vis identificerer de derivatklasser, som er omfattet af clearingforpligtigheden. Ud fra dette register har Kommissionen - i lyset af ESMA's grupperingstilgang i bottom-up proceduren - endnu ikke erklæret nogen derivatklasser af råvarederivater for omfattet af clearingforpligtigheden.⁸¹ Clearingforpligtigheden i EMIR art. 4 finder således ikke for nuværende anvendelse på råvarederivater. Det forventes imidlertid, at clearingforplig-

⁷⁵ Jf. ESMA/2014/184 - Final Report: Draft technical standards on the Clearing Obligation – Interest Rate OTC Derivatives, s. 7.

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ Ibid.

⁷⁹ Status pr. 15. december 2016.

⁸⁰ Status pr. 15. december 2016.

⁸¹ Se registeret her:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf

Af registeret fremgår det, at der indtil videre er blevet godkendt fire CCP'er til at clear visse derivatklasser af råvarederivater. Godkendelserne er blevet meddelt ESMA i 2014.

tigelsen vil komme til at finde anvendelse på udvalgte typer af råvarederivater, herunder særligt de typer af råvarederivater, som kan eller skal afregnes finansielt. Det præcise tidspunkt for, hvornår sådanne typer af råvarederivater vil kunne blive omfattet af clearingforpligtigelsen, er dog pt. ukendt.

3.1.4 Risikoreduktionsteknikker for ikke-clearede råvarederivater

Med afsæt i målet om at minimere modpartsrisikoen pålægger EMIR's anden hovedforpligtigelse, at der udføres visse risikoreduktionsteknikker for ikke-clearede råvarederivater.

Ud fra bestemmelsen i EMIR art. 11, stk. 1 skal finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der handler i et ikke-clearedt råvarederivat, sikre, at der ved udøvelse af rettidig omhug forefindes passende procedurer og ordninger til at måle, overvåge og reducere operationel- og modpartskreditrisiko. Efter EMIR art. 11, stk. 1 litra a-b, skal virksomhederne have formaliserede procedurer, der er solide, fleksible og kontrollerbare med henblik på at afstemme porteføljer og styre den tilknyttede risiko og på et tidligt tidspunkt kunne identificere tvister mellem parter. Derudover følger det, at virksomhederne skal have formaliserede procedurer, der er solide, fleksible og kontrollerbare med henblik på at på et tidligt tidspunkt bilægge tvister mellem parter.

De ovenfor nævnte procedurer og ordninger er efter EMIR art. 11, stk. 14 nærmere præciseret i en delegeret forordning,⁸² hvor der efter forordningens bestemmelser i art. 12-15 opstilles krav om rettidig bekræftelse, porteføljeafstemning, porteføljekompriering, samt bilæggelse af tvister.

Efter forordningens art. 12 stilles der krav om, at virksomhederne rettidig skal bekræfte, dvs. udveksle dokumentation for, at virksomhederne er indforstået med alle vilkårene i råvarederivatet.⁸³ Bekræftelsen skal ske inden for en fastsat tidsperiode. For råvarederivater, der indgås mellem finansielle eller ikke-finansielle virksomheder, som er omfattet af clearingforpligtigelsen efter EMIR art. 10, gælder det, at den rettidige bekræftelse skal ske hurtigst muligt og ikke senere end slutningen af bankdagen efter datoen for indgåelsen. For råvarederivater, der indgås mellem ikke-finansielle virksomheder, og som ikke er omfattet af clearingforpligtigelsen efter EMIR art. 10, gælder det, at den rettidige bekræftelse skal ske hurtigst muligt og ikke senere end slutningen af den anden bankdag efter datoen for indgåelsen.

Efter forordningens art. 13 følger det videre som et krav, at finansielle- og ikke-finansielle virksomheder skal fortage porteføljeafstemning. Virksomheder der indgår råvarederivat, skal efter bestemmelsen skriftligt, eller på andet varigt medium aftale, hvorledes deres porteføljer, dvs. de væsentlige handelsvilkår i et råvarederivat, skal afstemmes.⁸⁴ Med henblik på tidligt at kunne afdække en eventuel uenighed om et væsentlige vilkår, er der efter bestemmelsen fastsat minimumskrav til hyppighed for porteføljeafstemningen. For finansielle og ikke-finansielle virksomheder, som er omfattet af clearingforpligtigelsen efter EMIR art. 10, gælder det, at der skal fortages

⁸² Kommissionens delegerede forordning nr. 149/2013 af 19.12.2012.

⁸³ Jf. Supra note 82, art. 12, stk. 1, litra c.

⁸⁴ ESMA har i deres Questions and Answers, Implementation of EMIR, 2016/539, s. 28-29 uddybet, hvilke informationer, der anses for at udgøre væsentlige handelsvilkår.

porteføljeafstemning: 1) hver bankdag, hvis der er mere end 500 udestående OTC-derivater, 2) en gang om ugen, hvis der udestår mellem 51 og 499 OTC-derivater, 3) en gang i kvartalet, hvis der udestår 50 OTC-derivater eller derunder i kvartalets løb. For ikke-finansielle virksomheder, som ikke er omfattet af clearingforpligtigheden efter EMIR art. 10, gælder det, at der skal foretages porteføljeafstemning: 1) en gang i kvartalet, hvis der udestår over 100 OTC-derivater i kvartalets løb, 2) en gang om året, hvis der udestår 100 OTC-derivater eller derunder.

I forlængelse af forordningens art. 13 følger det videre af art. 14, at de finansielle- og ikke-finansielle virksomheder, som har 500 eller flere udestående OTC-derivater, skal have procedurer for på regelmæssig basis, at analysere, hvorvidt det er muligt at komprimere porteføljen og dermed reducere modpartsrisikoen. Virksomhederne skal foretage denne analyse mindst to gange årligt, ligesom de skal kunne give en rimelig og gyldig forklaring til de relevante kompetente myndigheder, hvis en virksomhed har konkluderet, at porteføljekomprimering ikke er hensigtsmæssig.

Det skal i relation til ovenstående bemærkes, at hyppighed for porteføljeafstemningen samt porteføljekomprimering afhænger af summen af alle udestående OTC-derivater i relation til EMIR, således at der i summen inkluderes andre omfattede derivattyper udover råvarederivaterne.

Sidst, men ikke mindst, følger det af forordningens art. 15, at finansielle- og ikke-finansielle virksomheder skal have aftalt procedurer og processer for at løse eventuelle tvister, når de indgår i et omfattet råvarederivat. De aftalte procedurer og processer skal efter forordningens art. 15 sikre, at tvister om værdiansættelse og udveksling af sikkerhed bliver identificeret, registreret og overvåget. For de tvister, som ikke bliver løst inden for fem bankdage, gælder der krav om en særlig aftalt proces. For de finansielle virksomheder stiller forordningens art. 15 endvidere krav om, at alle tvister om værdiansættelse eller udveksling af sikkerhed med en beløbsstørrelse over 15 mio. euro, skal indberettes til en kompetent myndighed. Indberetningspligten indtræder, når tvisten har været udestående i mindst 15 bankdage.

For forordningens art. 13 og 15 gælder det særlige forhold, at virksomhederne skal have indgået en aftale om, hvad der skal gælde, forud for indgåelse af råvarederivatet. Det vil således efter bestemmelserne ikke være tilstrækkeligt, at virksomhederne har afdækket forholdene i deres interne forretningsgange. Der er efter bestemmelserne i forordningens art. 13 og 15 ikke noget til hinder for, at virksomhederne indgår en rammekontrakt, hvor det aftales, hvad der skal gælde for alle råvarederivater, der indgås efter rammeaftalens ikrafttrædelse. Af praktiske årsager vil en sådan konstellation ofte være at fortrække for virksomhederne.⁸⁵

EMIR art. 11, stk. 2 og 3 stiller endvidere krav om, at finansielle virksomheder og ikke-finansielle virksomheder, som er omfattet af clearingforpligtigheden efter EMIR art. 10, på daglig basis skal værdiansætte udestående råvarederivat til markedsværdien,⁸⁶ samt have procedurer for udveksling af sikkerhedsstillelse, såkaldt "*margin*".⁸⁷

⁸⁵ Flere brancheorganisationer har udarbejdet standarddokumentation for sådanne rammeaftaler. Et eksempel på dette er European Federation of Energy Traders (EFET), som har udarbejdet rammeaftalen "EMIR Risk Mitigation Techniques Agreement".

⁸⁶ Dette skal ske efter det såkaldte "*marking-to-market*"-princip. De nærmere forhold omkring dette princip er ikke behandlet, jf. hertil afgrænsningen i afsnit 1.4.

For finansielle virksomheder er der efter EMIR art. 11, stk. 4 endvidere krav om, at virksomhederne skal være i besiddelse af tilstrækkelig kapital til at styre de risici, som ikke er dækket af passende udveksling af sikkerhedsstillelse.⁸⁸

3.1.4 Rapporteringsforpligtigelse under EMIR

Som tidligere angivet i afsnit 3.1 gennemfører reguleringen i EMIR G20-målsætningen om, at OTC-derivater skal rapporteres til transaktionsregistre. Rapporteringsforpligtigheden udgør den 3. hovedforpligtigelse i EMIR og indebærer, at derivater, uanset om disse cleares eller ej, skal indrapporteres til et transaktionsregister.⁸⁹ Inden reguleringen i EMIR trådte i kraft, har der kun været krav om indrapportering af derivater i få medlemsstater,⁹⁰ og formålet med rapporteringsforpligtigheden er at få et fyldestgørende billede af derivatmarkedet og den systemiske risiko.⁹¹ Med indrapporteringen af derivater til et transaktionsregister gives der mulighed for en systematisk overvågning af systemiske risici i specifikke derivatmarkeder.

Rapporteringsforpligtigheden er reguleret i EMIR art. 9. Efter EMIR art. 9, stk. 1 følger det, at finansielle- og ikke finansielle virksomheders indgåelse af et råvarederivat, samt eventuelle ændringer eller ophævelse heraf, skal indrapporteres til et transaktionsregister. Råvarederivater, der er indgået mellem to eller flere koncernforbundne virksomheder, er ligeledes omfattet af rapporteringsforpligtigheden.

Indrapporteringen skal efter EMIR art. 9, stk. 1 ske senest den første arbejdsdag efter derivatets indgåelse, ændring eller ophævelse. Efter EMIR art. 9, stk. 2 følger det videre, at virksomhederne skal føre en fortegnelse over alle råvarederivater, de har indgået, og enhver ændring af disse i mindst fem år efter råvarederivatets ophør.

⁸⁷ Udveksling af margin er et krav om at stille løbende sikkerhed mellem aftaleparterne til råvarederivatet. Der skelnes mellem *initialmargin* og *variationsmargin*. Initialmargin er en sikkerhed som udveksles i forbindelse med indgåelsen af råvarederivatet (og som løbende bliver tilpasset), mens variationsmargin er en sikkerhed, der som minimum udveksles på daglig basis på baggrund af den daglige værdiansættelse, smh. hertil note 86 ovenfor. Formålet med variationsmarginen er at sikre imod løbende værdiudsving i markedsværdien af råvarederivatet, mens formålet med initialmarginen er, at denne skal sikre mod tab, som kan opstå i perioden mellem udveksling af den sidste marginopkrævning og likvideringen af positioner eller afdækning af markedsrisici efter misligholdelse fra den anden modparts side. De nærmere regler om udveksling af margin er reguleret i Kommissionens delegerede forordning af 4.10.2016. Forordningen er vedtaget af Kommissionen, men er pr. 15 december 2016 endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

⁸⁸ Hvad der skal forstås ved dette krav er ikke præciseret, og det er således - indtil videre - op til virksomhederne selv at fortolke dette krav. Der forventes i markedet at blive vedtaget en delegerede forordning, der skal præcisere kravet, men tidspunktet for en sådan retsakt er pt. ukendt. Det vil endvidere kræve, at der sker en ændring af EMIR, idet der ikke er hjemmel til en delegeret forordning i den nuværende forordning.

⁸⁹ Et transaktionsregister er defineret som en juridisk person, der på central vis indsamler og vedligeholder optegnelser over derivater, jf. EMIR art. 2, litra 2.

⁹⁰ Under MiFID har medlemsstaterne haft mulighed for at gennemføre en rapporteringspligt for de typer af derivater, hvor det underliggende aktiv handles eller var optaget til handel på et RM. Kun få medlemsstater havde ved indførelsen af EMIR benyttet sig af muligheden.

⁹¹ Jf. EMIR præmis 43.

Ved indrapportering af et råvarederivat videregives der en lang række handelsdata.⁹² Efter EMIR art. 9, stk. 4 følger det, at en virksomhed ved indrapportering af sådanne handelsdata ikke kan anses for at have tilsidesat en eventuelt fortrolighedsbegrænsning med hensyn til videregivelse af sådanne handelsdata i henhold til råvarederivatet eller enhver lovgivningsmæssig, reguleringsmæssig eller administrativ bestemmelse. Bestemmelsen medfører, at videregivelse af handelsdata, med det formål at indrapportere det til et transaktionsregister, ikke er ansvarspådragende for virksomheden eller dens ledelse eller personale. Således vil en aftalt fortrolighedsklausul i et råvarederivat ikke blive betragtet som misligholdt, hvis der i relation til råvarederivatet videregives handelsdata til et transaktionsregister.

3.2 Reguleringen af den finansielle markedsstruktur

Den finansielle markedsstruktur i EU har undergået en regulativ revision, som har resulteret i, at der med ikrafttrædelsen af MiFID II/MiFIR indføres en række regulative ændringer, som direkte har betydning for handlen med råvarederivater. Med revision følger det, at mulighederne for at en virksomhed, der handler med råvarederivater, skal kunne undtages for de markedsstrukturelle regler om organisation, governance og investorbeskyttelse, bliver indskrænket. Revisionen medfører også, at der indføres koncentrationsregler for råvarederivater, ligesom der indføres en generel handels- og rapporteringsforpligtigelse for derivater.

3.2.1 Regulering af investeringsservice- og aktiviteter

En virksomhed,⁹³ der i sit sædvanlige erhverv eller virksomhed yder én eller flere former for investeringsservice eller -aktivitet med råvarederivater, betragtes under MiFID I/MiFID II som værende et investeringsselskab.⁹⁴ De forskellige former for investeringsservice eller -aktivitet er oplyst i MiFID I/MiFID II, bilag I, afsnit A og kan eksempelvis omfatte investeringsservice til tredjemand ved udførelse af ordrer for kunders regning, samt at udøve investeringsaktivitet i form af handel for egen regning. De forskellige former for investeringsservice eller -aktivitet refererer til de i MiFID I/MiFID II, bilag I, afsnit C punkt 4-10 anførte instrumenter, hvilket i relation til råvarederivater i OTC-markedet er punkt 5, 7 og 10.⁹⁵

Hvis et selskab yder én eller flere former for investeringsservice eller -aktivitet, som oplyst i MiFID I/MiFID II, bilag I, afsnit A, kræver det tilladelse som investeringsselskab for at udføre investeringsservice og/eller -aktivitet. Er man et

⁹² Hvilke handelsdata, der som minimum skal indrapporteres til transaktionsregistre, er nærmere fastsat i Kommissionens delegerede forordning nr. 148/2013 af 19.12.2012. Det bemærkes, at forordningen er blevet ændret ved Kommissionens forordning af 19.10.2016, som er en revideret udgave af den nuværende forordning. Den nye forordning er blevet vedtaget af Kommissionen, men er pr. 15. december 2016 endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

⁹³ For at skabe en vis systematik med begrebsanvendelsen i afhandlingens andre afsnit anvendes "Virksomhed" som synonym for en juridisk person under MiFID/MiFID II.

⁹⁴ Jf. hertil definitionerne i MiFID, art. 4, stk. 1, nr. 1 og MiFID II, art. 4, stk. 1, nr. 1 sammenholdt MiFID/MiFID II bilag I, afsnit A. Det bemærkes, at definitionerne ikke er identiske, men at der er sket en sproglig præcisering ift. det nye skærpede anvendelsesområde under MiFID II.

⁹⁵ Jf. hertil afsnit 3.1.2 ovenfor.

investeringselskab under MiFID I/MiFID II - altså betragtes virksomheden som værende en finansiel virksomhed - er man, udover kravet om tilladelse, underlagt MiFID I/MiFID II's omfattende regler vedrørende organisation, governance og investorbekskyttelse. Investeringselskaber, der omfattes af MiFID I/MiFID II, er udover ovennævnte regulering i MiFID I/MiFID II også underlagt reglerne om kapitaldækning i CRR/CRD IV.⁹⁶

En virksomhed, der i OTC-markedet udfører en investeringsservice eller -aktivitet med råvarederivater under MiFID I/MiFID II, bilag I, afsnit C punkt 5, 7 og 10, er som udgangspunkt omfattet af reglerne om organisation, governance og investorbekskyttelse i MiFID I/MiFID II, medmindre virksomheden er undtaget under MiFID I/MiFID II's undtagelsesbestemmelser.

3.2.1.1 Skærpelse af undtagelsesmulighederne

Med G20-målsætningen om at forbedre de finansielle markeders og råvaremarkedernes regulering, funktionsmåde og gennemsigtighed, har de europæiske lovgivere side 2009 arbejdet med at tilvejebringe en regulering, der søger at forbedre tilsynet med og gennemsigtigheden af råvarederivatmarkedet.⁹⁷ For at opnå et forbedret tilsyn og mere gennemsigtighed i råvarederivatmarkedet, har man i revisionen af regulering af investeringsservice- og aktiviteter søgt at skærpe undtagelsesmulighederne under MiFID II. Med skærpelsen søger man fra politisk side at sikre råvarederivaters risikoafdæknings- og prisfastsættelsesfunktion, samt at opretholde en loyal konkurrence og effektive markeder.⁹⁸ Med skærpelsen ændres således en virksomheds muligheder for at være undtaget af de markedsstrukturelle regler om organisation, governance og investorbekskyttelse under det kommende MiFID II.

3.2.1.1.1 Undtagelsesmuligheder under MiFID I

Under den nuværende regulering i MiFID I kan virksomheder, der for egen regning handler med råvarederivater og/eller yder investeringsservice inden for råvarederivater, være undtaget for direktivet regler efter undtagelsesbestemmelserne i MiFID I art. 2, stk. 1, litra i og k.

Efter MiFID I art. 2, stk. 1, litra i er virksomheder, der for egen regning handler med råvarederivater eller yder investeringsservice inden for råvarederivater til kunderne i deres hovederhverv, undtaget fra direktivet, hvis dette anses som værende en accessorisk aktivitet til deres hovederhverv på koncernniveau, og hovederhvervet ikke

⁹⁶ Kapitaldækningsreglerne i CRR omhandler tilsynsmæssige krav til investeringsselskaber (eksempelvis kapitalkrav, krav om eksponeringer, indberetningskrav mv.), mens CRD IV omhandler supplerende regler om adgangen til at udøve virksomhed som investeringsselskab, samt tilsyn med disse. Investeringselskaber, der kan undtages fra MiFID/MiFID II under direktivernes art. 2 eller art. 3, er ikke omfattet CRD IV og CRR. Hvis et investeringsselskab potentielt kan benytte den fakultative undtagelsesbestemmelse i art. 3, men beslutter at tilvælge MiFID/MiFID II, omfattes denne imidlertid CRD IV og CRR. Det nærmere indhold af regulering i CRR/CRD behandles ikke i denne afhandling, jf. afgrænsningen i afsnit 1.4.

⁹⁷ Jf. Baggrund for forslaget, forslag til ændring af direktiv 2004/39/EF (KOM(2011) 656 endelig - 2011/0298 (COD)), s. 2.

⁹⁸ Ibid.

er investering- eller bankservice. Efter MiFID I art. 2, stk. 1, litra k er virksomheder, hvis hovederhverv består i handel for egen regning med råvarer og/eller råvarederivater, undtaget fra direktivet, forudsat at virksomheden ikke indgår i en koncern, hvor hovederhvervet for koncernen er at yde anden investerings- eller bankservice. Undtagelsen refereres ofte i praksis som "*the commodity dealer exception*", og rationalet med bestemmelsen har indtil nu været, at den har til formål at undtage kommercielle virksomheder og producenter af råvarer, under antagelse af, at kommercielle virksomheder og specialiserede råvarevirksomheder ikke findes at udgøre en systemisk risiko sammenlignet med andre traditionelle finansielle institutioner, ligesom de ej heller antages at interagere med investorer.⁹⁹ Den samme opfattelse lader sig imidlertid ikke helt afspejle sig i samme grad under det kommende MiFID II.

3.2.1.1.2 Undtagelsesmuligheder under MiFID II

Under den kommende regulering i MiFID II vil der ske en skærpelse af de nuværende undtagelsesmuligheder. Den gamle undtagelsesbestemmelse i MiFID I art. 2, stk. 1, litra k afskaffes under MiFID II, og afskaffelsen har til formål at afspejle en overordnet generel stramning i reguleringen af råvarederivater.¹⁰⁰ Bestemmelsen bliver således ikke blevet erstattet med en ny bestemmelse.

Undtagelsen i MiFID I art. 2, stk. 1, litra j ændres under MiFID II og vil fremadrettet anlægge en væsentlig snævrere undtagelsesadgang. For at være undtaget efter MiFID II art. 2, stk. 1, litra j skal der være tale om virksomheder som: 1) handler for egen regning, herunder prisstillere,¹⁰¹ med råvarederivater eller derivater heraf, bortset fra selskaber, der handler for egen regning ved udførelse af kundeordrer; 2) der yder investeringservice, bortset fra handel for egen regning, inden for råvarederivater eller derivater heraf til kunderne eller leverandørerne i deres hovederhverv.

For at være omfattet af undtagelsen, skal der efter MiFID II art. 2, stk. 1, litra j være yderlig følgende betingelser opfyldt: 1) aktiviteten skal være accessorisk i forhold til virksomhedens hovederhverv på koncernniveau; 2) koncernens primære virksomhed må ikke være levering af investeringservice eller bankvirksomhed; og 3) virksomheden må ikke anvende en algoritmisk højfrekvenshandelsteknik. Udover de ovenstående betingelser skal en virksomhed - som noget nyt i MiFID sammenhænge - give årlig meddelelse til en relevant tilsynsmyndighed¹⁰², hvis virksomheden gør brug af undtagelsen. På begæring fra den relevante tilsynsmyndighed skal virksomheden kunne redegøre for, hvorfor man efter bestemmelsen er undtaget fra direktivets anvendelsesområde.¹⁰³

⁹⁹ Jf. European Commission: Public Consultation Review of The Markets In Financial Instruments Directive (MiFID), 8 December 2010, s. 40.

¹⁰⁰ Jf. Supra note 62, s. 518.

¹⁰¹ Prisstillere er et selskab, der på de finansielle markeder på et kontinuerligt grundlag fremstiller sig som værende villig til at handle for egen regning ved at købe og sælge råvarederivater over selskabets egenbeholdning til priser, som selskabet selv fastsætter, jf. hertil MiFID I art. 4, stk. 1 litra 8/MiFID II, art. 4, stk. 1 litra 7.

¹⁰² I Danmark vil dette være Finanstilsynet.

¹⁰³ Ordlyden af den nævnte bestemmelse angiver, at meddelelsespligten har en "automatisk" karakter. Hvis der ikke gives meddelelse må det af den relevante tilsynsmyndighed forudsættes, at direktivets bestemmelser finder anvendelse på virksomheden.

Med de opstillede betingelser sigter MiFID II art. 2, stk. 1, litra j at inkludere ikke-finansielle virksomheder, der beskæftiger sig med handel af råvarederivater i et "uforholdsmæssigt" omfang i forhold til niveauet af investeringer i hovederhvervet. Det væsentligste spørgsmål i vurderingen af, om en virksomhed kan opfylde ovennævnte betingelser, er, hvad der efter direktivets forstand skal forstås ved "accessorisk aktivitet".

3.2.1.1.2.1 Klassificeringen af accessorisk aktivitet

Accessorisk aktivitet skal under MiFID II forstås som den aktivitet, der på baggrund af kvantitative parametre, ikke kan henføres som værende accessorisk i forhold til størrelsen af virksomhedens handelsaktivitet og investeret kapital. Efter MiFID II art. 2, stk. 4, er det blevet tillagt Kommissionen at vedtage en delegeret forordning, der nærmere skal fastsætte kriterierne for denne vurdering. Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.^{104 105}

Efter forordningen vil vurderingen af aktiviteten ske på baggrund af to kvantitative tests. Rationalet af de kvantitative tests er at kontrollere, om aktiviteten med råvarederivater eller derivater deraf, ud fra en relativ eller absolut størrelse, udgør en for stor del af virksomhedens samlede aktiviteter på koncernniveau.

De to tests koncentrerer sig om aktiviteten målt i forhold til markedsandel og hovedaktivitet. Den første test ("*markedsandelstest*") tester forholdet mellem "spekulativ" aktivitet og den samlede aktivitet på det europæiske kapitalmarked i hver aktivklasse.¹⁰⁶ Formålet med testen er, at virksomheder, der har betydelig aktivitet i en bestemt klasse af råvarederivater, ikke vil kunne drage fordel af undtagelsesbestemmelsen, og dermed have mere fordelagtige konkurrerevilkår end de finansielle virksomheder, som er omfattet af direktivet. Som målparameter for testen er der i forordningens art. 2 fastsat kvantitative tærskelværdier for hver aktivklasse. Hvis en af disse tærskler brydes, vil aktiviteten ikke blive klassificeret som accessorisk.¹⁰⁷

Den anden test ("*hovederhvervstest*") tester, i hvilket omfang aktiviteten af de virksomheder i koncernen, der handler for egen regning, eller yder investeringservice inden for råvarederivater, udgør en minoritet af aktiviteter på koncernniveau. Testen anvendes, hvis man er undtaget efter den første test. I testen er det nødvendigt at se på virksomheden i forhold til hele koncernen, herunder eventuelle datterselskaber. Som målparameter for testen er der i forordningens art. 3 fastsat kvantitative tærskelværdier for aktivitetsniveauet. Der skelnes som udgangspunkt mellem situationerne, hvor aktiviteten med råvarederivater udgør under eller over 10 % af koncernens samlede aktiviteter. Er det under 10 %, anses aktiviteten som accessorisk. Er den over 10 %,

¹⁰⁴ C(2016) 7643 final, Kommissions delegerede forordning af 1.12.2016.

¹⁰⁵ Status pr. 15. december 2016.

¹⁰⁶ Størrelsen af handelsaktiviteten i råvarederivater opdeles i følgende brede aktivklasser: metaller, olie og olieprodukter, kul, gas, energi, landbrugsprodukter; og andre råvarer, herunder fragt, jf. hertil supra note 104, art. 2.

¹⁰⁷ Tærskelværdierne er som følgende: metal 4 %, olie og olieprodukter 3 %, kul 10 %, gas 3 %, elektricitet 6 %, landbrugsprodukter 4 %, og 15% i forhold til derivater på andre råvarer, herunder fragt og råvarer, der er nævnt under MiFID I, bilag I, afsnit C, punkt 10, jf. hertil supra note 104, art. 2.

men under 50 %, sammenholdes dette med en grænseværdi på 50 % af tærskelværdien for hver relevant aktivklasse. Er aktiviteten over 50 % af koncernens samlede aktivitet sammenholdes dette med en grænseværdi på 20 % af tærskelværdien for hver relevant aktivklasse. Hvis aktiviteten på koncernniveau overstiger de opstillede tærskler, vil aktiviteten ikke blive klassificeret som accessorisk.

I relation til de to tests er det ikke al aktivitet, som danner grundlag for den kvantitative beregning. Efter MiFID II art. 2, stk. 4 indgår aktiviteter ikke i beregningen, når der er tale om: a) koncerninterne handler; b) handler i derivater, som objektivt kan måles til at reducere risici knyttet til forretningsmæssigt aktivitet eller likviditetsfinansiering; og c) handler i råvarederivater, hvor disse fortages under forpligtigelse af at tilføre en markedsplads likviditet (eksempelvis hvor virksomheden agerer som prisstiller).

Med skærpelsen af undtagelsesbestemmelsen har reguleringen således søgt at begrænse virksomheder, der benytter undtagelsen i litra j, fra at deltage i supplerende investeringsservice vedrørende råvarederivater og samtidig støtte deres evne til at tilbyde hedging aktiviteter til deres kunder.¹⁰⁸ Ydermere vil det, med den nye klassificering af accessorisk aktivitet under litra j, være vanskeligere for en koncern at have en ureguleret virksomhed, som handler med råvarederivater i forretningsmæssigt øjemed.

De skærpede undtagelsesbestemmelser under MiFID II forventes således have afgørende betydning for de virksomheder, der i OTC-markedet udfører en investeringsservice eller -aktivitet med råvarederivater, der klassificeres under MiFID I/MiFID II, bilag I, afsnit C punkt 5, 7 og 10.¹⁰⁹

For en skematisk opstilling af grænseværdierne i de kvantitative tests, se bilag 3.

3.2.2 Koncentrationsregler for råvarederivater

Med MiFID II introduceres der såkaldte *koncentrationsregler* for råvarederivater. Koncentrationsreglerne fastlægger nærmere retningslinjer om i hvilket omfang der kan handles med råvarederivater.

Koncentrationsreglerne er kommet som reaktion på, at der på international plan har været udvist politisk bekymring for, at handel med i råvarederivater kan medføre en potentielt destabiliserende effekt i råvarepriserne.¹¹⁰ I de senere år har der været en voksende bekymring som følge af, at mængden af handel med råvarederivater, herunder specielt råvarederivater, der er baseret eller linket til et råvareprisindeks, er steget.¹¹¹ Denne handel med råvarederivater er blevet associeret med forøgede råvare-

¹⁰⁸ Jf. Supra note 62, s. 349.

¹⁰⁹ I mangel af kvantitative kriterier har virksomheder under det nuværende MiFID I typisk ikke beregnet omfanget af deres aktiviteter i råvarederivater med hensyn til at bestemme, hvor meget af deres aktivitet er accessorisk i forhold til deres hovederhverv. Der ligger derfor en stor, og forventelig omkostningstung, opgave for disse virksomheder i at afdække dette forhold, inden reguleringen under MiFID II træder i kraft.

¹¹⁰ Jf. Supra note 62, s. 532.

¹¹¹ Ibid., s. 531.

priser og volatilitet,¹¹² tekniske vanskeligheder med prissætning på disse markeder, samt trusler mod markedets integritet.¹¹³

Som reaktion på det ovenstående blev der ved G20-topmødet i Pittsburgh opstillet en politisk målsætning om, at man ville forbedre reguleringen af råvaremarkedet, således at drastiske prisstigninger på råvarer søges afværget.¹¹⁴ Som opfølgning på G20-topmødet i Pittsburgh offentliggjorde Den Internationale Børstilsynsorganisation¹¹⁵ i september 2011 en række principper for regulering af og tilsyn med råvarederivatmarkeder. Disse principper blev efterfølgende tiltrådt på G20-topmødet i Cannes den 4. november 2011, hvor man opfordrede til at udstyre markedsregulatorer med formelle beføjelser inden for positionsforvaltning, herunder beføjelser til at opstille forudgående positionslofter i relevant omfang.¹¹⁶ Med afsæt i G20-målsætningen fra Pittsburgh, samt tiltrædelsen af reguleringsprincipperne ved G20-topmødet i Cannes, har EU med vedtagelsen af MiFID II indført nye koncentrationsregler, hvis formål aktivt søger at stabilisere råvarepriserne. Således har koncentrationsreglerne til hensigt at forebygge markedsmissbrug, herunder at virksomheder sætte sig på markedet («cornering the market»), og støtte korrekte prisdannelses- og afviklingsbetingelser, herunder ved forebyggelse af markedsforvridende positioner.¹¹⁷

Med koncentrationsreglerne ønsker man på regulativ vis at fremme integriteten af markedet for råvarederivater og de underliggende råvarer med forbehold af prisfastsættelsen på markedet for de underliggende råvarer.¹¹⁸ Koncentrationsreglerne gælder i OTC-sammenhænge for råvarederivater, som er "økonomisk tilsvarende" de råvarederivater, der handles på de multilaterale markedspladser.¹¹⁹ Efter MiFID II art. 57, stk. 3, er det blevet tillagt Kommissionen at vedtage en delegeret forordning, der nærmere skal fastsætte kriterierne for begrebet "økonomisk tilsvarende". Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.^{120 121}

Efter den vedtagne forordnings art. 6 betragtes et råvarederivat at være økonomisk tilsvarende hvis det har "... *identiske kontraktlige specifikationer, vilkår og betingelser, dog ikke hvad angår forskellige partistørrelsesspecifikationer, leveringsfrister, der afviger mindre end én kalenderdag, og forskellige risikostyringsordninger vedrørende efterhandel*".¹²² Betragtes råvarederivater, der er indgået OTC, som værende

¹¹² Volatilitet anvendes som begreb for udsving i værdien af råvarerne. Volatilitet bruges som et statistisk målparameter til at afgøre, hvad sandsynligheden er for, at værdien af råvarerne er den samme i dag og eksempelvis om en måned.

¹¹³ Jf. Supra note 62, s. 532.

¹¹⁴ Jf. Supra note 8, punkt 12.

¹¹⁵ Den Internationale Børstilsynsorganisation er et internationalt samarbejde mellem myndigheder, der fører tilsyn med de finansielle markeder. For nærmere beskrivelse af den Den Internationale Børstilsynsorganisation se: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

¹¹⁶ Jf. MiFID II, præambel nr. 127.

¹¹⁷ Jf. MiFID II, art. 57, stk. 1 samt note 116.

¹¹⁸ Jf. Supra note 116.

¹¹⁹ Jf. MiFID II, art. 57, stk. 1 sammenholdt med art. 57, stk. 4.

¹²⁰ C(2016) 4362 final, Kommissions delegerede forordning af 1.12.2016.

¹²¹ Status pr. 15. december 2016.

¹²² Jf. Supra note 121, art. 6.

økonomisk tilsvarende sidestilles disse altså med et råvarederivat, der er indgået på en markedsplads.

Koncentrationsreglerne har 2 elementer: 1) der fastsættes positionslofter på besiddelsen af råvarederivater og 2) der stilles krav om positionsrapportering af råvarederivater. Reglerne gælder for både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der er undtaget efter MiFID II art. 2.¹²³

3.2.2.1 Positionsbegrænsninger på råvarederivater

Under bestemmelsen i MiFID II art. 57 opstilles der en lovgivningsmæssig ramme for fastsættelsen og indførelsen af positionslofter på råvarederivater. Et positionsloft indbefatter, at der sættes et loft på, hvor mange positioner, dvs. udestående forpligtigelser, en virksomhed kan have i én bestemt type råvarederivat.¹²⁴ Positionslofterne gælder på koncernniveau og skal anvendes ud fra kvantitative tærskelværdier, hvor positionslofterne træder i kraft, når tærskelværdierne nås.

3.2.2.1.1 Beregning og fastsættelse af kvantitative tærskelværdier

Efter MiFID II art. 57, stk. 1 og 4 er det overladt til de kompetente myndigheder i medlemsstaterne, at fastsætte de kvantitative tærskelværdier.¹²⁵ For at sikre en harmoniseret tilgang til anvendelsen af sådanne tærskelværdier, skal de kompetente myndigheder fastsætte tærskelværdierne ud fra en fælles beregningsmetode. Den fælles beregningsmetode fastsættes efter MiFID II art. 57, stk. 3, hvor det - tilsvarende med begrebet "økonomisk tilsvarende" - er blevet tillagt Kommissionen at vedtage en delegeret forordning, der nærmere skal fastsætte kriterierne for beregningsmetoden.¹²⁶ Der er efter MiFID II art. 57, stk. 3 tale om den samme delegerede forordning som behandlet ovenfor, og efter denne forordnings art. 3 følger det, at beregningen af en virksomheds positioner skal beregnes som én samlet nettoposition for hver af de forskellige råvarederivattyper.¹²⁷ Nettopositionen er udtryk for forskellen mellem virksomhedens tilgodehavender og forpligtigelser i én bestemt råvarederivattype. Er der tale om en virksomhed i en koncern, beregnes der samlet én nettoposition for hele koncernen for den enkelte råvarederivattype. Det er følgende denne nettoposition som skal sammenholdes med tærskelværdien for de enkelte råvarederivattyper. Overstiger en nettoposition i en bestemt råvarederivattype en fastsat tærskelværdi, må virksomheden således ikke handle flere råvarederivater af denne type.

Efter MiFID II art. 57, stk. 2 skal de positionslofter, som de kompetente myndigheder fastsætter (ud fra beregningsmetoden i den delegerede forordning) være

¹²³ Jf. MiFID II, art. 1, stk. 6.

¹²⁴ De forskellige råvarederivattyper defineres af de kompetente myndigheder i medlemsstaterne. Det kendes ikke med sikkerhed, men forventeligt vil de kompetente myndigheder kategorisere råvarederivattyperne efter de aktivklasser, der fortages under klassificeringen af accessorisk aktivitet, jf. hertil afsnit 3.2.1.2.1 ovenfor og særlig note 107.

¹²⁵ I Danmark vil dette være Finanstilsynet.

¹²⁶ Der er i MiFID II art. 57, stk. 3 nærmere fastsat et minimum af faktorer, som ESMA skal tage i betragtning i relation til beregningsmetoden. Dette inkluderer bl.a. løbetiden på råvarederivatet, det disponible udbud, volatiliteten mv.

¹²⁷ Jf. Supra note 121, art. 3.

specificeret med en *klar* kvantitativ tærskel. Kravet om at de kvantitative tærskler skal være "klar" er ikke nærmere defineret, og det må derfor antages, at der er tillagt de kompetente myndigheders en hvis frihed i håndtering af dette krav.

For de ikke-finansielle virksomheder gælder det, at positionsloftet ikke finder anvendelse for positioner, der objektivt set begrænser de risici, som er direkte knyttet til forretningsmæssige aktiviteter vedrørende råvarer. Således vil en ikke-finansiell virksomheds kommercielle hedging aktiviteter kunne blive undtaget af positionsloftet.¹²⁸ For at få undtaget kommerciel hedging aktivitet fra positionsloftet kræver det dog, at den ikke-finansielle virksomhed aktivt søger om undtagelse ved den kompetente myndighed, som har fastsat tærskelværdien for det relevante råvarederivat.¹²⁹

Positionslofterne vil - når de træder i kraft - gælde for de relevante råvarederivater, uafhængig af om de afregnes fysisk eller kontant.

3.2.2.2 Positionsrapportering af råvarederivater

For at have kontrol med de positionslofter, der indføres under MiFID II art. 57, opstilles der efter MiFID II art. 58 en lovgivningsmæssig ramme for fastsættelsen og indførelsen af krav om positionsrapportering af råvarederivater.

Efter MiFID II art. 58, stk. 2 gælder det, at investeringsselskaber, der på OTC-basis handler råvarederivater eller derivater heraf, som er økonomisk tilsvarende råvarederivater, der handles på markedspladser, skal rapportere en fuldstændig oversigt over deres positioner i råvarederivater eller derivater deraf.^{130 131} Rapporteringen skal til den kompetente myndighed for en markedsplads, hvor de økonomisk tilsvarende råvarederivater eller derivater heraf handles. Såfremt de økonomisk tilsvarende råvarederivater eller derivater heraf handles på markedspladser i mere end én jurisdiktion, skal rapporteringen ske til den kompetente myndighed i den jurisdiktion, hvor der i et betydeligt omfang handles flest.

Efter bestemmelsen i MiFID II art. 58, stk. 2 skal rapporteringen som minimum ske på daglig basis og indeholde en oversigt over investeringsselskabets egne positioner, samt eventuelle kunders positioner og disse kunders positioner, indtil slutkunden er nået. Rapporteringen skal endvidere skelne mellem positioner identificeret som positioner, der objektivt set begrænser de risici, som er direkte knyttet til forretningsmæssige aktiviteter og andre positioner.¹³²

¹²⁸ Jf. MiFID II, art. 57, stk. 1. Se nærmere om betingelserne hertil i henvisningen i note 120, art. 7.

¹²⁹ Jf. Supra note 120, art. 8.

¹³⁰ De nærmere detailkrav til rapporteringen af oversigter fastsættes efter art. 58, stk. 5 ved en gennemførelsesforordning, som Kommissionen har få beføjelse til at vedtage. Gennemførelsesforordningen er pr. 15. december 2016 endnu ikke vedtaget, og det endelige udfald kendes derfor ikke endnu. Udkast af gennemførelsesforordningen kan ses i dokument ES-MA/2015/1858, side 92 ff.

¹³¹ Bestemmelsen skal ses i overensstemmelse med rapporteringsforpligtigheden under MiFIR art. 26, jf. herom nedenfor i afsnit 3.2.4.

¹³² Jf. Supra note 62, s. 537.

Som anført ovenfor finder rapporteringsforpligtigheden alene anvendelse på investeringselskaber, hvilket kategoriseres som værende de typer af virksomheder, der yder investeringsservice eller -aktivitet i henhold til reguleringen i MiFID II.¹³³

3.2.3 Handelspligt på råvarederivater

Med den kommende regulering i MiFIR introduceres der en ny såkaldt *handelsforpligtigelse*, som forpligter omfattede virksomheder til at handle visse typer af råvarederivater på markedspladser. Handelsforpligtigheden afspejler G20-reformationens målsætning om, at standardiserede OTC-derivataftaler bør handles på børser eller elektroniske handelsplatforme.¹³⁴

Handelsforpligtigheden er reguleret i MiFIR art. 28. Efter MiFIR art. 28, stk. 1 følger det, at en virksomhed forpligtes til at handle et råvarederivat på enten et RM, en MHF eller en OHF, hvis råvarederivatet er erklæret omfattet af handelsforpligtigheden.¹³⁵ De virksomheder som omfattes af handelsforpligtigheden er finansielle virksomheder og ikke-finansielle virksomheder, som er omfattet af clearingforpligtigheden efter EMIR art. 10. Handelsforpligtigheden har territorial udstrækning til også at finde anvendelse på finansielle virksomheder og ikke-finansielle virksomheder, som er etableret i et tredjeland uden for EU, forudsat at disse virksomheder ville være omfattet af clearingsforpligtigheden i EMIR, hvis virksomhederne var etableret i en medlemsstat. Ydermere udstrækkes handelsforpligtigheden også til virksomheder som indgår i et råvarederivat, hvor dette findes at have en direkte, væsentlig og forudsigelig virkning i EU, eller at det skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt for at forhindre unddragelse af MiFIR's bestemmelser.¹³⁶

3.2.3.1 Erklæret omfattet af handelsforpligtigheden

Som anført ovenfor omfatter handelsforpligtigheden kun de typer af råvarederivater, som er erklæret omfattet af handelsforpligtigheden. For at et råvarederivat kan erklæres for omfattet af handelsforpligtigheden, skal dette ske ud fra fastsat procedure i MiFIR art. 32.

Efter MiFIR art. 32, stk. 1 følger det, at kun de typer af råvarederivater, som er erklæret omfattet af clearingforpligtigheden i EMIR art. 4, vil kunne blive erklæret omfattet af handelsforpligtigheden. Ræsonnement bag MiFIR art. 32, stk. 1 er, at kun

¹³³ Jf. MiFIR art. 2, stk. 1, nr. 1.

¹³⁴ Handelsforpligtigheden modsvarer andre globale reguleringsreformer for gennemførelsen af G20-målsætningen. Se eksempelvis Title VII i Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

¹³⁵ Det følger endvidere efter MiFIR art. 28, stk. 1, litra d, at Kommissionen tillige vil kunne vedtage, at råvarederivatet skal handles på en tilsvarende markedsplads i et tredjeland.

¹³⁶ Efter MiFIR art. 28, stk. 5 er det delegeret til Kommissionen at præcisere, hvilke kontrakter der vil blive anset for at have en sådan virkning eller være nødvendigt eller hensigtsmæssigt til sådanne formål. Den retlige præcisering følger i Kommissionens delegerede forordningen af 16.06.2016. Forordningen er vedtaget af Kommissionen, men er pr. 15 december 2016 endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

de typer af råvarederivater, som er tilstrækkelig standardiseret¹³⁷ - og deraf clearingsegnet - skal kunne "tvinges" til at blive handlet på en markedsplads. Det følger videre af MiFIR art. 32, stk. 2, at de typer af råvarederivater, som er erklæret omfattet af clearingforpligtigheden i EMIR art. 4, kun vil kunne blive erklæret omfattet af handelsforpligtigheden, hvis følgende to likviditetsrelaterede "tests" er opfyldt: *markedspladstesten og likviditetstesten*.

Markedspladstesten er reguleret i MiFIR art. 32, stk. 2, litra a som foreskriver, at en derivatklasse af råvarederivater, eller en relevant del heraf skal være optaget til handel eller handles på mindst én markedsplads. Markedspladstesten stiller således krav om, at der i praksis foregår aktiv handel med en vis del af derivatklassen på en eller flere markedspladser.

Likviditetstesten er reguleret i MiFIR art. 32, stk. 2, litra b som foreskriver, at der skal være tilstrækkelige tredjeparts købs- og salgsinteresser i derivatklassen eller en relevant del heraf. Likviditetstesten indebærer således, at en derivatklasse kun kan blive omfattet af handelsforpligtigheden, hvis derivatklassen kan anses for tilstrækkelig likvid til at blive handlet på en eller flere markedspladser. Efter MiFIR art. 32, stk. 6, er det blevet tillagt Kommissionen at vedtage en delegeret forordning, der nærmere skal præcisere kriterierne for, hvornår en derivatklasse bør anses for tilstrækkelig likvid.¹³⁸ Efter den delegerede forordnings art. 2-5 indgår følgende kriterier i bedømmelsen: 1) gennemsnitlig hyppighed af handler, 2) gennemsnitlig størrelse af handler, 3) antal og type aktive markedsdeltagere, 4) gennemsnitlig størrelse af spreads.¹³⁹ Foruden ovenstående kriterier tages der i forordningen også tage hensyn til, om likviditeten i en derivatklasse, eller en delmængde af denne, er underlagt sæsonbestemte eller strukturelle faktorer, herunder historiske data, hvilket kan indikere potentielle ændringer i likviditeten.

Proceduren i MiFIR art. 32, stk. 1 er indrettet på den måde, at ESMA har fået til opgave at udarbejde udkasts til delegerede forordninger, som nærmere skal præcisere hvilke derivatklasser, der bør omfattes af handelsforpligtigheden. Under kompetenceallokeringen i MiFIR art. 32, stk. 1 følger det, at ESMA skal vurdere og afgøre, om en derivatklasse bør underlægges handelsforpligtigheden. Vurderingen skal af ESMA ske med afsæt i markedsplads- og likviditetstesten, herunder med anvendelse af de præciserende kriterier for likviditetstesten. Såfremt ESMA vurderer og afgør, at en derivatklasse bør underlægges handelsforpligtigheden, skal ESMA udarbejde et udkast til en delegeret forordning, som herefter skal fremsendes til Kommissionen. Kommissionen skal herefter i overensstemmelse med dennes kompetence under MiFIR art. 31, stk. 1 beslutte, om udkastet til den delegerede forordning skal vedtages. Bliver den delegerede forordning vedtaget, vil den derivatklasse, som den delegerede forordning vedrører, være omfattet af handelsforpligtigheden med virkning fra forordningens specificerede ikrafttrædelsestidspunkt.

Proceduren i MiFIR art. 32 afspejler samme tilsvarende proceduretilgang som ved clearingforpligtigheden i EMIR art. 5. MiFIR art. 32 indeholder således tilsvarende

¹³⁷ Ved standardiserede råvarederivater forstås at vilkårene er 'tilstrækkelig' identiske, uafhængig af hvem der er aftalepart.

¹³⁸ Kommissionens delegerede forordning nr. 2016/2020 af 26.05.2016.

¹³⁹ Et spread er udtryk for forskellen mellem bud- og udbudspris på et råvarederivat.

dimensioner EMIR's *bottom-up*- og *top-down* procedurer.¹⁴⁰ Under MiFIR afspejler procedurerne ESMA's pligt til at vurdere og afgøre, om en derivatklasse bør underlægges handelsforpligtigelsen. I MiFIR er *bottom-up* proceduren afspejlet i art. 32, stk. 1. Efter bestemmelsen bliver *bottom-up* proceduren udløst, hver gang en (ny) derivatklasse bliver omfattet af clearingforpligtigelsen efter EMIR art. 5, stk. 2. Efter proceduren skal ESMA inden for en tidsfrist på 6 måneder have taget stilling til, om derivatklassen bør underlægges handelsforpligtigelsen, samt, hvis dette er tilfældet, have fremsendt et udkast til en delegeret forordning til Kommissionen.

MiFIR art. 32, stk. 4 afspejler omvendt *top-down* proceduren. Efter MiFIR art. 32, stk. 4 følger det, at en derivatklasse vil kunne blive erklæret omfattet af handelsforpligtigelsen, hvis ESMA på eget initiativ finder, at derivatklassen bør være omfattet af handelsforpligtigelsen. MiFIR art. 32, stk. 4 finder anvendelse på de derivatklasser, som ESMA finder egnet til en handelsforpligtigelse, men hvor der endnu ikke findes en godkendt CCP til at klare disse, eller hvor derivatklassen ikke er optaget eller handles på en markedsplads. Såfremt ESMA finder, at en eller flere derivatklasser bør omfattes efter MiFIR art. 32, stk. 4, skal ESMA give meddelelse til Kommissionen. Efter meddelelsen skal ESMA efterfølgende offentliggøre en indkaldelse til udvikling af forslag om en handelsforpligtigelse af disse derivatklasser. Bestemmelsen i MiFIR art. 32, stk. 4 har endnu ikke været anvendt.¹⁴¹

Med indførelsen af handelsforpligtigelsen vil OTC-markedet for råvarederivater blive indskrænket, således at markedet i fremtiden alene vil bestå af de typer af råvarederivater som enten: 1) ikke cleares, eller 2) cleares, men betragtes illikvide.

Der er endnu ikke erklæret nogen derivatklasser af råvarederivater for omfattet af handelsforpligtigelsen efter MiFIR art. 32, stk. 1, og som angivet ovenfor, vil proceduren i MiFIR art. 32, stk. 1 først blive udløst, når en derivatklasse bliver omfattet af clearingforpligtigelsen under EMIR. Da det forventes, at clearingforpligtigelsen vil komme til at finde anvendelse på udvalgte typer af råvarederivater, vil disse typer af råvarederivater tillige kunne blive erklæret for omfattet af handelsforpligtigelsen, hvis markedsplads- og likviditetstesten opfyldes. Handelsforpligtigelsen vil i praksis medføre, at handlen med omfattede råvarederivater vil blive "tvunget" ud af OTC-markedet og over på de organiserede markedspladser.

Den tidligste dato, fra hvilken handelsforpligtigelsen kan finde anvendelse, er datoen for ikrafttrædelsen af MiFIR, dvs. 3. januar 2018.¹⁴²

3.2.4 Rapporteringsforpligtigelse under MiFIR

Med den kommende regulering i MiFIR introduceres der tillige en ny rapporteringsforpligtigelse, som forpligter investeringsselskaber til at indberette transaktionsoplysninger. Rapporteringsforpligtigelsen er indført med formål om, at give de kompetente myndigheder mulighed for at konstatere og undersøge eventuelle

¹⁴⁰ Jf. *Supra* note 62, s. 624.

¹⁴¹ Status pr. 15. december 2016.

¹⁴² Jf. hertil note 15 ovenfor.

tilfælde af markedsmisbrug, at sørge for redelige og velfungerende markeder samt overvåge investeringsselskabernes aktiviteter.¹⁴³

Rapporteringsforpligtigheden er reguleret i MiFIR art. 26. Efter MiFIR art. 26, stk. 1 følger det, at et investeringsselskab, der udfører "*transaktioner*" med finansielle instrumenter, herunder råvarederivater, skal indberette oplysninger om disse transaktioner til de kompetente myndigheder i medlemsstaterne. Rapporteringen skal ske hurtigst muligt og senest ved afslutningen af den følgende arbejdsdag.

Anvendelsesområdet for rapporteringsforpligtigheden følger af MiFIR art. 26, stk. 2, litra a og c.¹⁴⁴ Efter art. 26, stk. 2, litra a er råvarederivater omfattet, hvis råvarederivatet er optaget til handel eller handles på en markedsplads, mens råvarederivater vil være omfattet efter art. 26, stk. 2, litra c, hvis det underliggende instrument er et indeks, fx et råvareprisindeks, som handles på en markedsplads.

Rapporteringsforpligtigheden relaterer sig umiddelbart til transaktioner på markedspladser, men den er desuden relevant i OTC-sammenhænge idet, anvendelsesområdet under MiFIR art. 26, stk. 2 er udvidet til også at omfatte transaktioner uden for en markedsplads. De afgørende kriterier efter bestemmelsen er om råvarederivatet 1) er optaget eller handles på en markedsplads eller 2) relaterer sig til et indeks, som handles på en markedsplads. I de tilfælde, hvor et råvarederivat handles OTC, vil det således være omfattet af rapporteringsforpligtigheden, hvis en af de to ovenstående forhold er opfyldt.

Hvad der efter MiFIR art. 26 skal forstås ved "*transaktion*" er nærmere fastsat ved en delegeret forordning,¹⁴⁵ som Kommissionen fået tildelt en kompetence til at vedtage. Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.¹⁴⁶

Efter den vedtagne forordnings art. 2, stk. 1 følger det, at begrebet transaktion skal forstås som erhvervelse eller afhændelse af et råvarederivat. Er der tale om en efterfølgende overdragelse eller novation af et råvarederivat, hvor en af aftaleparterne erstattes med en tredjemand, er der efter forordningens art. 2, stk. 5, litra e dog ikke tale om en erhvervelse/afhændelse. Med undtagelse af efterfølgende overdragelse og novation, skal begrebet således forstås, at enhver form for handel med råvarederivater er omfattet af transaktionsbegrebet.

De transaktionsoplysninger, der skal indrapporteres til de kompetente myndigheder, skal efter forordningens art. 2, stk. 3 bl.a. indeholde oplysninger om antal af handlede råvarederivater, tidspunkt for udførelsen og priser.¹⁴⁷

Som anført ovenfor finder rapporteringsforpligtigheden alene anvendelse på investeringsselskaber, hvilket kategoriseres som værende de typer af virksomheder, der yder investeringsservice eller -aktivitet i henhold til reguleringen i MiFID II.¹⁴⁸

¹⁴³ Jf. MiFIR præambel nr. 32.

¹⁴⁴ Art. 26, stk. 2, litra b vedrører derivater, hvor det underliggende aktiv er et andet derivat. Ved en sådan konstellation er der tale om et finansielt derivat, og dermed ikke råvarederivat, idet værdien af derivatet er afledt af det underliggende derivats finansielle værdi. Kendetegnet for et råvarederivat er at dette er afledt af eller relaterer sig til værdien på råvarer. Litra b er dermed ikke medtaget under anvendelsesområdet.

¹⁴⁵ C(2016) 4733 final, Kommissionens delegerede forordning af 28.7.2016.

¹⁴⁶ Status pr. 15. december 2016.

¹⁴⁷ Den komplette liste af data, der skal indrapporteres, følger af forordningens bilag I, tabel 2.

¹⁴⁸ Jf. MiFIR art. 2, stk. 1, nr. 1.

Rapporteringsforpligtigheden i MiFIR art. 26 skal ikke forveksles med rapporteringsforpligtigheden under EMIR¹⁴⁹ eller positionsrapporteringen af råvarederivater under MiFID II.¹⁵⁰ Hvor rapporteringsforpligtigheden i MiFIR har til formål at skabe et generelt datagrundlag for forebyggelse af markedsmisbrug for hele det finansielle marked, herunder råvarederivatmarkedet, har positionsrapporteringen af råvarederivater under MiFID II et mere snævert formål, idet rapporteringen alene indsamler data i forhold til overvågning af, om positionslofterne på råvarederivater bliver overholdt. Rapporteringsforpligtigheden under EMIR har omvendt et helt andet formål, nemlig at indsamle data i forhold til overvågning af systemiske risici i specifikke derivatmarkeder. Rapporteringsforpligtighederne skal således ses i overensstemmelse med hinanden, således at de tilsammen komplementere hinanden i tilvejebringelsen af gennemsigtighed for markederne.

Med de forskellige rapporteringsforpligtigheder kan en investeringsselskab principielt blive underlagt en dobbelt eller tredobbeltrapporteringsforpligtighed på samme råvarederivat.¹⁵¹

3.3 Regulering af markedsmisbrug

Reguleringen af markedsmisbrug har til formål at øge investorenes tillid og markedsintegriteten. I de senere år har reguleringen af markedsmisbrug undergået en reguleringsmæssig reform, som bl.a. har betydet, at anvendelsesområdet af reguleringen er blevet udvidet til at omfatte visse typer af råvarederivater, som handles OTC.

Den reguleringsmæssige reform er kommet som et modsvar til det finansielle markeders stadige udvikling, hvor tilsynsmyndigheder har påpeget, at den hidtidige regulering har vist sig utilstrækkelig på visse områder, herunder råvare- og råvarederivatmarkederne. Tilsynsmyndighederne har således udvist bekymring om "huller i reguleringen", som indirekte har tilladt, at råvarederivatmarkederne kan anvendes til at manipulere de underliggende råvaremarkeder.¹⁵² Markedsmisbrug kan finde sted på tværs af markeder og grænser, og der har været skabt særlig bekymring på råvaremarkedet og de relaterede råvarederivatmarkeder, idet reglerne om markedsintegritet og gennemsigtighed hidtil kun har fundet anvendelse på råvarederivatmarkederne, men ikke på de underliggende markeder.¹⁵³

¹⁴⁹ Jf. afsnit 3.1.4 ovenfor.

¹⁵⁰ Jf. afsnit 3.2.2.2 ovenfor.

¹⁵¹ Der bør her nævnes, at der tillige gælder en 4. rapporteringsforpligtighed under reguleringen i REMIT. Efter REMIT art. 8. skal råvarederivater, der falder inden for anvendelsesområdet af REMIT, indrapporteres til Agency for the Cooperation of Energy Regulators, som forestår en markedsovervågning på energimarkederne. De nærmere detailkrav til rapporteringen under REMIT er fastsat ved Kommissionens gennemførelsesforordning nr. 1348/2014 af 17.12.2014. Rapporteringsforpligtigheden har - tilsvarende rapporteringsforpligtigheden under MiFIR - til formål at forebygge markedsmisbrug, jf. mere herom nedenfor i afsnit 3.3. For en detaljeret fremstilling af REMIT, herunder rapporteringspligten, se i det hele *John Ratliff og Roberto Grasso: EU Energy Law: Insider Trading and Market Manipulation in the European Wholesale Energy Markets - REMIT*, 1. udgave, Claeys & Casteels Publishing.

¹⁵² Jf. SEK(2011) 1218 endelig: Arbejdsdokument Fra Kommissionens Tjenestegrene, Resumé Af Konsekvensanalysen, s. 3.

¹⁵³ Ibid.

Før reformen har handel med råvarederivater, som forvrider priserne på underliggende fysiske markeder, og handel på fysiske markeder, som forvrider priserne på råvarederivater, ikke været omfattet af definition på markedsmanipulation.¹⁵⁴ Med reformen har man forsøgt at skabe et fælles regelsæt og lige vilkår, således at man, i relation til råvare- og råvarederivatmarkederne, søger at tilvejebringe tilsvarende regler for markedsintegritet og investorbekyttelse.

Reguleringen af markedsmisbrug søges primært reguleret i MAR, som suppleres af CSMAD med hensyn til de strafferetlige sanktioner. MAR og CSMAD har afløst det tidligere MAD, hvilket har medført en væsentlig ændring for råvarederivater i OTC-markedet. Under MAD var anvendelsesområdet begrænset til kun at omfatte finansielle instrumenter, herunder råvarederivater, der var handlet på et RM. Med ikrafttrædelsen af MAR er der imidlertid sket en markant udvidelse af anvendelsesområdet, idet reguleringen nu omfatter alle typer af finansielle instrumenter, der handles på en markedsplads, samt visse typer af finansielle instrumenter, herunder råvarederivater, som handles uden for på en markedsplads.

For de typer af råvarederivater, som falder uden for reguleringen i MAR, reguleres markedsmisbrug på engrosenergimarkederne af REMIT, som sektor-specifikt regulerer markedsintegriteten på energimarkedet. Ræsonnementet bag den sektor-specifikke regulering er, at REMIT søger at opstille en lovgivningsmæssig ramme, som tager højde for sektorspecifikke forhold, der ikke er indeholdt i MAR.¹⁵⁵ Energimarkedet omfatter nemlig både råvaremarkeder og derivatmarkeder, og prisdannelserne i de to sektorer er indbyrdes forbundet.¹⁵⁶

3.3.1 Forbud mod markedsmisbrug

Reguleringen i MAR/REMIT tager afsæt i et overordnet forbud mod markedsmisbrug. Det overordnede forbud indeholder 3 elementer: *forbud mod insiderhandel*, *forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden*, samt *forbud mod markedsmanipulation*.

I relation til OTC-markedet finder reguleringen af markedsmisbrug i MAR anvendelse på råvarederivater, som handles uden for en markedsplads, forudsat at kursen (prisen) eller værdien afhænger af eller har indvirkning på et andet finansielt instrument, som handles på en markedsplads. Overordnet er kriterierne altså, at prisen eller værdien af et råvarederivat skal være afledt eller have indflydelse på et instrument, eksempelvis et andet råvarederivat, og at dette instrument handles på en markedsplads.

For så vidt angår reguleringen af markedsmanipulation finder MAR tillige anvendelse på råvarederivater, hvor handlen eller adfærden har eller må formodes at have en virkning på kursen eller værdien af spotaftaler vedrørende råvarer,¹⁵⁷ hvor kursen eller

¹⁵⁴ Ibid.

¹⁵⁵ Jf. REMIT præambel nr. 3.

¹⁵⁶ Jf. REMIT præambel nr. 5.

¹⁵⁷ En spotkontrakt vedrørende råvarer er en aftale om køb eller salg en råvare til afregning (betaling og levering) på "spot-dagen", hvilket normalt vil være inden for to handelsdage efter aftalens indgåelse. En spot-aftale står i modsætningen til råvarederivattyper som f.eks. futures, hvor afregningen (betaling og levering) først sker på et senere tidspunkt ud i fremtiden. Kendetegnet for spotaftalen er altså, at der altså øjeblikkelig eller nær øjeblikkelig afregning af aftalen.

værdien afhænger af kursen eller værdien af råvarederivaterne.¹⁵⁸ MAR finder således anvendelse på "*kryds-markedsmanipulation*", hvilket forsimpelt kan forklares som, at handel med et råvarederivat på derivatmarkederne bruges til at manipulere kursen eller værdien på relaterede spotmarkeder.^{159 160}

Reguleringen i MAR refererer til de finansielle instrumenter, som er oplistet i MiFID II, bilag I, afsnit C,¹⁶¹ hvilket betyder, at de typer af råvarederivater, der er omfattet af EMIR, tillige er omfattet af MAR.¹⁶²

Falder et råvarederivat uden for MAR's anvendelsesområde, vil råvarederivatet imidlertid kunne være omfattet af reglerne om markedsmissbrug i REMIT, såfremt råvarederivaterne enten vedrører: 1) elektricitet eller naturgas, som enten er handlet, produceret eller leveret i EU, eller 2) transport af elektricitet eller naturgas i EU.^{163 164} Til forskel for MAR, finder REMIT anvendelse på omfattede råvarederivater uanset hvor og hvordan de handles. REMIT finder tilsvarende anvendelse på "*kryds-markedsmanipulation*" i de tilfælde hvor et omfattet råvarederivat bruges til at manipulere kursen eller værdien på relaterede energispotmarkeder.

3.3.1.1 Forbud mod insiderhandel

Det første element i det generelle forbud mod markedsmissbrug er forbuddet mod insiderhandel. Et forbud mod insiderhandel indebærer, at det er forbudt at udnytte intern viden til at købe eller sælge omfattede råvarederivater.

Forbuddet mod insiderhandel reflekterer en balance mellem på den ene side at forbyde benyttelsen af en informationsfordel, som ikke er tilgængelig for den anden aftalepart, og på den anden side at tillade, at den, der er bedst til at indsamle og bearbejde lovligt tilgængelig information, kan benytte dette informationsforspring til egen fordel, også selv om dette måtte være til skade for den anden aftalepart.¹⁶⁵ Balancen er indrettet på den måde, at den både skal beskytte den, der ikke har adgang til den vigtige men utilgængelige information, som insideren har, og den, der udviser dygtighed og flid i indsamlingen af information.¹⁶⁶ Reguleringen i MAR og REMIT indeholder begge et forbud mod insiderhandel.

¹⁵⁸ Jf. MAR art. 2, stk. 2 litra b sammenholdt med MAR art. 2, stk. 3 og præambel nr. 43.

¹⁵⁹ Et spotmarked er et råvaremarked, hvor der sælges råvarer mod kontant betaling til øjeblikkelig eller nær øjeblikkelig afregning.

¹⁶⁰ Den modsatte situation, hvor spotmarkederne bruges til at manipulere derivatmarkederne er tillige omfattet af MAR, jf. art. 2, stk. 2 litra a, dog med undtagelse af spotkontrakter i energi-markedet, hvor dette reguleres af REMIT.

¹⁶¹ Jf. hertil MAR art. 3, stk. 1, nr. 1 sammenholdt med MAR art. 2, stk. 1-2.

¹⁶² Jf. hertil afsnit 3.1.2 ovenfor.

¹⁶³ Jf. REMIT art. 2, stk. 1, nr. 4 sammenholdt med art. 1.

¹⁶⁴ Anvendelsesområdet af REMIT er bredt formuleret og omfatter efter ordlyden typer af råvarederivater, som er omfattet af MAR. Der består imidlertid ikke nogen konflikt imellem reguleringerne, idet det interne forhold er reguleret efter REMIT art. 1, stk. 2, således at reglerne om insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation i MAR går forud for reglerne i REMIT. Anvendelsesområdet af REMIT begrænses således efter art. 1, stk. 2 til typer af råvarederivater, der ikke falder indenfor anvendelsesområdet af MAR.

¹⁶⁵ Jf. Betænkning nr. 1521 om insiderhandel, s. 19.

¹⁶⁶ Ibid.

Forbuddet mod insiderhandel er i MAR reguleret i art. 14, litra a-b. Efter MAR art. 14, litra a-b følger det, at det er forbudt for en person at deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel, ligesom det er forbudt at anbefale eller tilskynde en anden person at deltage i insiderhandel.

Insiderhandel er defineret i MAR art. 8 som foreskriver, at der er tale om insider handel, hvis en virksomhed er i besiddelse af intern viden og udnytter denne viden til direkte eller indirekte at købe eller sælge råvarederivater for egen eller tredjemands regning.

Forbuddet mod insiderhandel er tilsvarende reguleret i REMIT art. 3, stk. 1, litra a og c, hvor det følger, at udnyttelse af intern viden eller forsøg herpå i relation til køb, salg, anbefaling eller opfordring er forbudt.

3.3.1.1.1 Definerings af "intern viden"

Til fastlæggelsen af, om der foreligger insiderhandel eller forsøg herpå, er det vigtigt at få defineret, hvad der skal forstås ved intern viden, herunder hvornår der kan siges at foreligge intern viden. Definitionen af intern viden er fastsat i henholdsvis MAR art. 7, stk. 1 litra b og REMIT art. 2, nr. 1.

Efter MAR art. 7, stk. 1 litra b følger det, at intern viden er defineret ved, at der skal være tale om en viden som opfylder følgende forhold:

- 1) er specifik
- 2) er ikke offentliggjort
- 3) relatere sig direkte eller indirekte til et eller flere råvarederivater som er optaget til handel eller handles på en markedsplads eller relatere sig til en spotaftale omhandlende råvarer
- 4) mærkbart vil kunne påvirke prisen på disse råvarederivater eller den relaterede spotaftale.

Foruden de ovennævnte kriterier er det efter bestemmelsen endvidere et krav, at oplysninger med rimelighed kan forventes at blive offentliggjort eller skal offentliggøres i overensstemmelse med lov, marksregler, aftale, praksis eller sædvane.¹⁶⁷

I forhold til de ovenstående forhold følger det nærmere efter MAR art. 7, stk. 2, at en viden anses for at være specifik, hvis viden angiver nogle oplysninger om en:

- 1) række forhold, som foreligger eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller
- 2) hændelse, der er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde.

Ud fra bestemmelsen vil det være en konkret vurdering, hvornår et forhold eller en hændelse med rimelighed kan forventes at foreligge, henholdsvis indtræde. Der kan således ikke opstilles nogle generelle kriterier i vurderingen af, om sådan en rimelighed er til stede.¹⁶⁸

¹⁶⁷ ESMA har i overensstemmelse med MAR art. 7, stk. 5 udarbejdet en ikke-udtømmende vejledning på, hvad dette nærmere indebærer. Vejledningen fremgår af Annex IV i dokument ESMA/2016/1412.

¹⁶⁸ Jf. Finanstilsynets notat om definitionen af intern viden og oplysningspligten.

Der er efter bestemmelsen kun tale om specifik viden, hvis oplysningerne er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på prisen på et råvarederivat eller relaterede spotaftale. Hvis en fornuftig investor antages at ville benytte viden som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger, følger det af MAR art. 7, stk. 4, at viden mærkbart vil kunne påvirke prisen på råvarederivatet eller relaterede spotaftale.

Mærkbarhedsselementet i art. 7, stk. 1 indebærer, at der ikke kan kræves en egentlig konstaterbar prisseffekt. En vurdering, der indebærer at viden besidder en potentiel effekt, vil således blive anset for tilstrækkelig i opfyldelsen af mærkbarhedsselementet. En viden, som en investor vil tage med i sine betragtninger i forbindelse med en investering, findes således at have en mærkbar indvirkning på prisen, uanset om prisen senere viser sig ikke at blive påvirket.

Intern viden er under REMIT art. 2, nr. 1 defineret i en tilsvarende regelramme, hvor bestemmelsen tager afsæt i anvendelse af de samme forhold som under MAR. Efter REMIT art. 2, nr. 1 er der dog tale om "viden" under en række yderligere præciserede omstændigheder. Efter bestemmelsen er der således tale om viden, hvis oplysninger:

- 1) relaterer sig til kapacitet eller produktionsfaciliteter mv. i energimarkedet¹⁶⁹
- 2) skal offentliggøres i overensstemmelse med lov, markedsregler, aftale, praksis eller sædvane¹⁷⁰
- 3) ikke er underlagt regler om offentliggørelse, men hvor oplysningerne sandsynligvis vil blive benyttet af en fornuftig investor som en del af grundlaget for sin beslutning om at indgå et råvarederivat.¹⁷¹

Under REMIT art. 2, nr. 1 anvendes der en tilsvarende specifikationsbetragtning som i MAR art. 7, stk. 2, men hvor mærkbarhedsselementet er defineret i MAR art. 7, stk. 4, er elementet ikke tilsvarende defineret i REMIT.¹⁷² På baggrund af forholdet mellem reguleringerne må det dog i praksis antages, at der i tvivlstilfælde under REMIT kan anlægges en analogt tilslutning af definitionen i MAR art. 7, stk. 4.

For begge reguleringer gælder det, at vurderingen af, om en viden udgør intern viden, skal foretages af personen, som er i besiddelse af oplysningerne.

For eksempler på intern viden, se bilag 4.

3.3.1.1.2 Forbuddets personelle og tidsmæssige rækkevidde

Forbuddet mod insiderhandel finder anvendelse på "*personer*", hvilket efter MAR art. 3, stk. 1 nr. 13 og REMIT art. 2, nr. 8 er defineret som værende enhver fysisk eller juridisk person.

¹⁶⁹ Jf. REMIT art. 2, nr. 1 litra b.

¹⁷⁰ Ibid., litra a og c.

¹⁷¹ Ibid., litra d.

¹⁷² Mærkbarhedsselementet er behandlet i Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER's) vejledning til REMIT reguleringen. Af vejledningen fremgår det, at der kan være en række faktorer, der kan betragtes som værende synlige indikator på en mærkbar påvirkning, men det understreges at opregningen ikke er udtømmende og ikke bør opfattes som en definitiv definition, jf. vejledningen s. 31-32.

Forbuddets personelle rækkevidde udstrækkes efter MAR art. 8, stk. 4 og REMIT art. 3, stk. 2 til at omfatte enhver person, der er i besiddelse af intern viden, som følge af at personen:

- 1) er medlem af virksomhedens administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan
- 2) har en kapitalinteresse i virksomheden
- 3) har adgang til viden i kraft af ansættelse, erhverv eller funktion i virksomheden
- 4) er kommet i besiddelse af viden ved strafbare aktiviteter

Efter MAR art. 8, stk. 4 og REMIT art. 3, stk. 2 følger det endvidere, at rækkevidden omfatter alle personer, som er i besiddelse af den interne viden, og som ved eller burde vide, at der er tale om intern viden. Efter bestemmelserne er det således ikke et krav, at den pågældende person har forstået, at nogle oplysninger har karakter af intern viden, men derimod tilstrækkeligt, at den pågældende burde have forstået, at den information, som vedkommende er bekendt med, kunne kvalificeres som intern viden. Den interne viden skal dog være tilegnet af personen, hvorfor man ikke kan gøre gældende, at den pågældende person burde have haft en vis viden, f.eks. hvis personen havde læst visse dokumenter.¹⁷³

Den personelle rækkevidde er dermed relativ bredtfavnende, idet der anlægges en uagtsomhedsbetragtning, hvor personens eventuelle gode tro ikke tillægges retlig betydning.

I forhold til den tidsmæssige rækkevidde af forbuddet gælder det, at besiddelse af intern viden skal foreligge senest på tidspunktet for aftaleindgåelsen af råvarederivatet. Foreligger oplysningerne først efter tidspunktet for indgåelsen, er forbuddet mod insiderhandel således ikke overtrådt. Den retlige vurdering af, hvorvidt der er indgået en aftale samt tidspunktet herfor, sker efter medlemsstaternes almindelige aftaleretlige regler.¹⁷⁴

3.3.1.2 Forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden

Det anden element i det generelle forbud mod markedsmisbrug er forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden. Forbuddet mod videregivelse af intern viden er reguleret i henholdsvis MAR art. 14, litra c og REMIT art. 3, stk. 1, litra b og indebærer, at det er forbudt at videregive intern viden til andre personer, med mindre dette sker som et normalt led i beskæftigelse, erhverv eller funktion.

Den personelle udstrækning af forbuddet gælder efter MAR art. 10, stk. 1 og REMIT art. 3, stk. 2 for den samme personkreds, som er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.

Efter MAR art. 10, stk. 2 og REMIT 3, stk. 1, litra b sammenholdt med stk. 2, litra e, er det endvidere præciseret, at videregivelse af intern viden, som en person har tilegnet sig ved anbefaling eller tilskyndelse fra en anden person, også betragtes som uretmæssig videregivelse, hvis den pågældende person vel og mærket véd, eller burde vide, at anbefalingen eller tilskyndelsen er baseret på intern viden. I bedømmelsen af

¹⁷³ Jf. Supra note 166, s. 82.

¹⁷⁴ Jf. Ibid.

en potentiel videregivelse anlægges der således - tilsvarende med insiderforbuddet - en uagtsomhedsbetragtning.

3.3.1.3 Forbud mod markedsmanipulation

Det tredje element i det generelle forbud mod markedsmisbrug er forbuddet mod markedsmanipulation. Forbuddet mod markedsmanipulation er reguleret i henholdsvis MAR art. 15 og REMIT art. 5 og indebærer, at deltagelse eller forsøg på deltagelse i markedsmanipulation er forbudt.

Markedsmanipulation forstås som en adfærd, der på uretmæssig vis manipulerer et marked.¹⁷⁵ Markedsmanipulation kan foregå ved forskellige former for adfærd. Efter MAR art. 12, stk. 1 og REMIT art. 2, nr. 2 foreligger der manipulerende adfærd ved at:

- 1) indgå falske/vildledende transaktioner, som giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller prisen på omfattede råvarederivater¹⁷⁶
- 2) indgå transaktioner, der sikrer eller forsøger at sikre, at prisen på et eller flere omfattede råvarederivater ligger på et kunstigt niveau¹⁷⁷
- 3) indgå transaktioner, hvorved der benyttes eller forsøges benyttet en fingereret plan eller andre former for bedrag eller påfund, der påvirker, eller antages at påvirke prisen på et omfattet råvarederivat eller relaterede spotkontrakt vedrørende råvarer¹⁷⁸
- 4) udbrede oplysninger gennem medierne, herunder internettet, eller ved anden metode, der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller prisen på råvarederivater, herunder spredning af rygter, når den person, der har spredt dem, vidste eller burde have vidst, at oplysningerne var urigtige eller vildledende^{179 180}

Hvad der under punkt 1 og 3 skal forstås som urigtige eller vildledende signaler, samt fingereret plan eller andre former for bedrag eller påfund, er nærmere forsøgt defineret

¹⁷⁵ Markedsmanipulation blev under det tidligere markedsmisbrugsdirektiv betegnet som "kursmanipulation". Da udviklingen i markederne har medført, at ikke alene kursændringer (prisændringer) kan være udtryk for markedsmanipulation, er betegnelsen blevet ændret under MAR.

¹⁷⁶ Jf. MAR art. 12, stk. 1, litra i og REMIT art. 2, nr. 2, litra a, punkt i.

¹⁷⁷ Jf. MAR art. 12, stk. 1, litra ii og REMIT art. 2, nr. 2, litra a, punkt ii.

¹⁷⁸ Jf. MAR art. 12, stk. 1, litra iii og REMIT art. 2, nr. 2, litra a, punkt iii. Det skal bemærkes, at benyttelse eller forsøg på benyttelse af en fingereret plan eller andre former for bedrag eller påfund, der påvirker, eller antages at påvirke udbuddet og efterspørgslen af omfattede råvarederivater, anses tillige som manipulerende adfærd under REMIT.

¹⁷⁹ Jf. MAR art. 12, stk. 1, litra ii og REMIT art. 2, nr. 2, litra b.

¹⁸⁰ MAR art. 12, stk. 1 og REMIT art. 2, nr. 2 er ikke sproglige identiske, men indholdet af bestemmelserne afspejler samme formål. De sproglige differentieringer ikke ændrer således ikke på den materielle sammenligning af bestemmelserne, jf. bl.a. hertil REMIT art. 6 omkring delegerede retsakter, hvori det præciseres, at der igennem delegerede retsakter skal sikres overensstemmelse med anden relevant EU-lovgivning, herunder MAR.

ved en opstilling af indikatorer i MAR bilag I.¹⁸¹ Efter MAR bilag I kan en indikator for et vildledende signal f.eks. være en transaktion, hvor der ikke sker ændringer i ejendomsretten på et råvarederivat. Indikatorerne i MAR bilag I udgør ikke en udtømmende liste, og det præciseres, at de ikke nødvendigvis i sig selv skal betragtes som markedsmanipulation. Indikatorerne er således ment som eksempler på indikatorer, der kan tages i betragtning ved undersøgelse af transaktioner. Et tilsvarende forsøg på definition findes ikke i REMIT, men det må antages, at de samme indikatorer i praksis vil kunne anvendes analog på bestemmelserne i REMIT.

For begge reguleringer gælder det, at de anvender begrebet "transaktion", men reguleringerne har ikke defineret begrebet. I mangel på en definition må det antages, at begrebet skal forstås således, at det dækker over enhver form for handel.

Forbuddet mod markedsmanipulation finder - tilsvarende forbuddene mod insiderhandel og uretmæssig videregivelse - anvendelse på "*personer*", hvilket efter MAR art. 3, stk. 1 nr. 13 og REMIT art. 2, nr. 8 er defineret som værende enhver fysisk eller juridisk person.

For et eksempel på markedsmanipulation, se bilag 4.

3.3.2 Sanktionering af markedsmisbrug

Overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation vil blive mødt med en sanktionering. Sanktioneringen kan enten ske ved en administrativ sanktion, en strafferetlig sanktion eller ved en kombination af disse. I valget mellem sanktionsformer afhænger sanktioneringen af intensiteten i overtrædelsen, således at grove overtrædelser af forbuddene sanktioneres strafferetligt, mens mildere overtrædelser af forbuddene sanktioneres administrativt.

Reguleringen af sanktioner er fordelt over flere retsakter. I MAR art. 30 er der fastsat regler om administrative sanktioner for overtrædelse af forbuddene, mens der i CSMAD art. 3-6 er fastsat regler om strafferetlige sanktioner for grove overtrædelser.¹⁸² I REMIT er der ikke direkte fastsat regler om administrative eller strafferetlige sanktioner, men det følger af REMIT præambel nr. 31, at sanktionering af overtrædelser af REMIT, bør svare til de sanktioner, som svarer til gennemførelsen af MAD, der nu er afløst af MAR og CSMAD. Det betyder, at der tilsigtes at skabe parallelt forhold mellem sanktionering af overtrædelse i MAR og REMIT. Overtrædelse af forbuddene i de to reguleringer antages derfor i praksis at være sidestillet.

For både MAR, CSMAD og REMIT gælder det, at reglerne om sanktionering af markedsmisbrug skal finde anvendelse gennem implementering i national ret.¹⁸³

¹⁸¹ Kommissionen har efter MAR art. 12, stk. 5 sammenholdt med MAR art. 35 fået beføjelse til at kunne vedtage en delegeret retsakt, som kan specificere de indikatorer, som er oplyst i MAR bilag I. Beføjelsen i art. 12, stk. 5 har endnu ikke været anvendt.

¹⁸² Det bemærkes, at CSMAD blev vedtaget med hjemmel i TEUF artikel 83, stk. 2, hvilket betyder, at direktivet ikke finder anvendelse i Danmark pga. retsforbeholdet. Justitsministeriet har dog i et notat om tilvalg af direktivet vurderet, at den strafferetlige sanktionering under dansk ret, med undtagelse af sanktioneringen af uretmæssig videregivelse, har regler der svarer til direktivets minimumsbestemmelser, jf. hertil Justitsministeriets notat om tilvalg af markedsmisbrugsdirektivet.

¹⁸³ Jf. hertil MAR art. 18, stk. 2, CSMAD art. 3-6 og REMIT art. 18, 1. afsnit. Fristerne for implementeringen har været henholdsvis 3. juli 2016 for MAR og CSMAD og 29. juni 2013

3.3.2.1 Administrative sanktioner

Som anført ovenfor fastsættes der i MAR art. 30 regler om administrative sanktioner for overtrædelse af forbuddene.¹⁸⁴ Efter MAR art. 30, stk. 1 følger det, at medlemsstater forpligtiges til at fastsætte regler, som giver kompetente myndigheder beføjelse til at pålægge passende administrative sanktioner og træffe andre passende administrative foranstaltninger. Hvilke beføjelser som gives til de kompetente myndigheder afhænger af medlemsstaternes implementering, men MAR art. 30, stk. 2 oplister en række beføjelser, der som minimum skal sikres.¹⁸⁵

3.3.2.2 Strafferetlige sanktioner

Under CSMAD art. 3-6 er der fastsat regler om strafferetlige sanktioner for *grove* overtrædelser af forbuddene. Hvad der skal forstås ved "grove" overtrædelser er ikke defineret, men CSMAD præambel nr. 11 og 12 giver eksempler på, hvornår en overtrædelse bør anses for at være grov.

Efter præambel nr. 11 og 12 anses overtrædelse af forbuddene at være grov i de tilfælde, hvor overtrædelsen findes at være af betydelig karakter. Dette kan eksempelvis i forhold til påvirkningen af markedsintegriteten, den aktuelle eller potentiel fortjeneste eller værdien af handlen. Andre omstændigheder vil efter præamblerne også kunne tages i betragtning, herunder eksempelvis om overtrædelsen er blevet begået inden for rammerne af en kriminel organisation eller om personen er ansat i den finansielle sektor. Den præcise klarlæggelse af, hvornår der er tale om grove overtrædelser, må dog foretages ud fra medlemsstaternes nationale ret.

Er der tale om en grov overtrædelse udført af en fysisk person, følger det af CSMAD art. 7, stk. 2 og 3, at strafferammen for overtrædelse af forbuddene for insiderhandel og markedsmanipulation, som minimum skal være op til 4 års fængsel, mens overtrædelse af forbuddet mod uretmæssig videregivelse, som minimum skal være op til 2 års fængsel.

Er der tale om en grov overtrædelse udført af en juridisk person, følger det af CSMAD art. 9, at den juridiske person vil kunne blive mødt med strafferetlige sanktioner i form af bøde eller andre sanktioner, der begrænser den frie forretningsførelse.¹⁸⁶

for REMIT. Da sanktioneringen af REMIT har ligget forud for implementeringen af sanktioner under MAR og CSMAD, antaget det, at implementeringen af REMIT er blevet modificeret med implementeringen af MAR og CSMAD, således at medlemsstaterne har tilvejebragt den ønskede overensstemmelse mellem reguleringerne.

¹⁸⁴ Det bemærkes, at MAR art. 30 også regulerer sanktioner for overtrædelse af andre bestemmelser end forbudsbestemmelserne, herunder eksempelvis krav om offentliggørelse af intern viden. Sanktionering af andre bestemmelser under MAR er ikke behandlet i dette afsnit.

¹⁸⁵ Af beføjelserne oplistet i art. 30, stk. 2, følger det bl.a. at taksten for administrative bøder for fysiske personer som minimum skal have en øvre grænse på 5 mio. euro, mens det tilsvarende for juridiske personer skal være 15 mio. euro.

¹⁸⁶ Disse kan efter art. 9, litra a-e eksempelvis være udelukkelse fra offentlige ydelser eller tilskud, midlertidigt eller varigt forbud mod at udøve erhvervsvirksomhed, anbringelse under retsligt tilsyn, tvangsopløsning eller midlertidig eller varlig lukning af forretningssteder, der er blevet brugt til at begå lovovertrædelsen.

CSMAD er et minimumsdirektiv, hvilket betyder, at medlemsstaterne kan vælge at kriminalisere i videre omfang, end hvad direktivet kræver.¹⁸⁷

Kapitel 4: Konklusion

Den regulative reform har medført, at retsstillingen for handlen med råvarederivater i OTC-markedet er blevet ændret, og fremtidig gældende ret vil medføre, at retsstillingen yderligere bliver ændret.

Retsstillingen er først og fremmest blevet ændret ved, at der med ikrafttrædelsen af EMIR er kommet regler om reguleringen af modpartsrisiko og gennemsigtighed i OTC-markedet. Disse regler medfører, at finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der er over en clearinggrænseværdi, skal klare handlede råvarederivater, forudsat, at disse er erklæret for omfattet af clearingsforpligtigheden. Er et råvarederivat ikke erklæret for omfattet, stilles der krav om, at virksomhederne skal have formaliserede procedurer og ordninger på plads til udførelse af visse risikoreduktionsteknikker. Der er endnu ikke erklæret nogen typer af råvarederivater for omfattet af clearingsforpligtigheden, men det forventes, at visse råvarederivattyper, herunder særligt dem der kan eller skal afregnes finansielt, vil kunne blive erklæret for omfattet af clearingsforpligtigheden. Uanset, om et handlet råvarederivat skal klare eller ej, så medfører EMIR's regler om gennemsigtighed, at handlen skal indrapporteres til et transaktionsregister. Anvendelsesområdet af EMIR er primært begrænset til råvarederivater, der enten kan eller skal afregnes finansielt - med mindre der er tale om et råvarederivat, der har karakteristika som et andet afledt finansielt instrument. Med det kommende MiFID II vil bedømmelsen af, om et råvarederivat har karakteristika som et andet afledt finansielt instrument, blive ændret, hvilket vil få den betydning, at flere råvarederivattyper vil blive omfattet af EMIR.

Retsstillingen er herudover blevet ændret med ikrafttrædelsen af MAR og REMIT, hvilket for OTC-markedet har fået den betydning, at visse typer af råvarederivater er blevet underlagt regler om markedsmissbrug. Reglerne om markedsmissbrug indebærer, at det er forbudt at deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel på baggrund af intern viden. Uretmæssig videregivelse af intern viden, samt deltagelse i eller forsøg på deltagelse i markedsmanipulation, er ligeledes forbudt. Med reglerne om markedsmissbrug følger deraf, at virksomheder, der i OTC-markedet handler med omfattede råvarederivater, vil kunne blive mødt med sanktionering i tilfælde af, at reglerne om markedsmissbrug overtrædes. Sanktioneringen vil afhænge af intensiteten af overtrædelsen, men for de grove overtrædelser gælder det, at disse vil blive mødt med strafferetlige sanktioner.

Fra den 3. januar 2018 vil retsstillingen yderligere blive ændret, når MiFID II/MiFIR træder i kraft. Med ikrafttrædelsen af MiFID II vil der på baggrund af en markedsstrukturel reform ske en kraftig skærpelse af anvendelsesområdet under MiFID II, hvilket vil medføre, at flere virksomheder, der enten for egen eller tredjemands regning handler med råvarederivater, vil blive betragtet som investeringsselskaber. Bliver en virksomhed betragtet som et investeringsselskab, vil det medføre, at virksomheden vil blive underlagt de (omfattende) markedsstrukturelle regler om organisation, gover-

¹⁸⁷ Jf. CSMAD præambel nr. 20.

nance og investorbekyttelse. Foruden et skærpet anvendelsesområde vil der under MiFID II blive indført såkaldte koncentrationsregler for råvarederivater. Koncentrationsreglerne vil i OTC-sammenhæng gælde for råvarederivater, som findes at være økonomisk tilsvarende råvarederivater, der handles på en markedsplads. Reglerne vil medføre, at der vil blive sat et markedsloft på, hvor mange råvarederivater en virksomhed må besidde og dermed handle. Er virksomheden et investeringsselskab, vil der yderligere blive stillet krav om, at virksomheden skal indrapportere antallet af råvarederivater, som virksomheden og eventuelt dennes kunder mv. besidder.

Med virkning fra den 3. januar 2018 vil reguleringen i MiFIR tillige betyde, at finansielle og ikke-finansielle virksomheder, der er omfattet af clearingforpligtigheden i EMIR, vil blive pålagt at handle visse typer af råvarederivater på markedspladser. Handelsforpligtigheden kommer til at gælde for de råvarederivattyper, der erklæres for omfattet af handelsforpligtigheden. Handelsforpligtigheden vil i praksis medføre, at handlen med omfattede råvarederivater vil blive "tvunget" ud af OTC-markedet og over på de organiserede markedspladser. Udover handelsforpligtigheden vil reguleringen i MiFIR medføre, at de virksomheder, der under MiFID II betragtes som investeringsselskaber, tillige vil blive forpligtiget til at indrapportere transaktionsoplysninger om visse råvarederivattyper.

Den regulative reform har således medført og vil yderligere medføre, at virksomheder, der handler råvarederivater i OTC-markedet, underlægges en række krav og forpligtigelser, der direkte eller indirekte har eller vil kunne få indflydelse på handlen i OTC-markedet.

Kildefortegnelse

Lovregulering:

Traktat

Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde - seneste konsoliderede udgave trykt i Den Europæiske Unions Tidende, C 202, 7. juni 2016.11.30.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiver:

Direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)
(Market Abuse Directive)
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter
(MiFID I)
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber (CRD IV)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiv 2014/57/EU af 16. april 2014 om strafferetlige sanktioner for markedsmissbrug (CSMDA)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter

(MiFID II)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Direktiv 2016/1034 af 23. juni 2016 om ændring af direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forslag til direktiver:

KOM(2011) 656 endelig - 2011/0298 (COD): Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om markeder for finansielle instrumenter og ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF (omarbejdning).

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordninger:

Forordning nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed).

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 1227/2011 af 25. oktober 2011 om integritet og gennemsigtighed på engrosenergimarkederne.

(REMIT)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.

(EMIR)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber.

(CRR)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug.

(MAR)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.

(MiFIR)

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forordning nr. 1033/2016 af 23. juni 2016 om ændring af forordning nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Forslag til forordninger:

The Parliament's Resolution on the MiFIR Proposal, adopted on 26 October 2012 (P7_TA PROV(2012)0407).

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Kommissionens delegerede forordninger:

Kommissionens delegerede forordning nr. 148/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for de minimumsoplysninger, der skal indberettes til transaktionsregistre.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Kommissionens delegerede forordning nr. 149/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for indirekte clearingordninger, clearingforpligtelsen, det offentlige register, adgang til en handelsplads, ikke-finansielle modparter og risikoreduktionsteknikker for OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en CCP.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Kommissionens delegerede forordning nr. 285/2014 af 13. februar 2014 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 648/2012 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder om aftalers direkte, væsentlige og forudselige virkninger i Unionen og for at forhindre omgåelse af regler og forpligtelser.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 2398 final, Kommissionens delegerede forordning af 25.4.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår de organisatoriske krav til og vilkårene for drift af investerings-selskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 3544 final, Kommissionens delegerede forordning af 13.6.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder om derivatkontraktens direkte, væsentlige og forudsigelige virkning i Unionen og forhindring af omgåelse af regler og forpligtelser.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 4733 final, Kommissionens delegerede forordning af 28.7.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 2014/600/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for indberetning af transaktioner til kompetente myndigheder.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 6329 final, Kommissionens delegerede forordning af 4.10.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for risikoreduktionsteknikker med hensyn til OTC-derivataftaler, der ikke cleares af en central modpart.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 6624 final, Kommissionens delegerede forordning af 19.10.2016 om ændring af Kommissionens delegerede forordning nr. 148/2013 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for de minimumsoplysninger, der skal indberettes til transaktionsregistre.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 7643 final, Kommissionens delegerede forordning af 1.12.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende kriterierne for, hvornår en aktivitet kan anses for at være accessorisk i forhold til hovederhvervet.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

C(2016) 4362 final, Kommissionens delegerede forordning af 1.12.2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for anvendelse af positionslofter på råvarederivater.

Den delegerede forordning er vedtaget af Kommissionen, men er endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Kommissionens gennemførelsesforordninger:

Kommissionens gennemførelsesforordning nr. 1287/2006 af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Kommissionens gennemførelsesforordning nr. 1348/2014 af 17. december 2014 om dataindberetning til gennemførelse af artikel 8, stk. 2, og artikel 8, stk. 6, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 1227/2011 om integritet og gennemsigtighed på engrosmarkederne.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Høringsdokumenter:

European Commission: Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8 December 2010.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2014/184 - Final Report: Draft technical standards on the Clearing Obligation – Interest Rate OTC Derivatives.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2014/549: Consultation Paper - MiFID II/MiFIR.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Vejledninger:

Kommissionens vejledende ordliste: Glossary of useful terms linked to markets in financial instruments.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2015/675: The application of the definitions in Sections C6 and C7 of Annex I of Directive 2004/39/EC (MiFID).

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2015/1858: Final Report - Draft implementing technical standards under MiFID II.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2016/539: Questions and Answers, Implementation of EMIR.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

ESMA/2016/1412: Final Report. Guidelines on MAR - information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER) vejledning til REMIT reguleringen, 4. udgave.

Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Publikationer:

Bøger:

Freixas, Xavier, Hartmann, Philipp og Mayer, Colin: Handbook of European Financial Markets and Institutions, 1. udgave, Oxford University Press.

Hansen, Jesper Lau: Værdipapirhandelsloven med kommentar, Bind 2, 12. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Moloney, Niamh: EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. udgave, Oxford University Press.

Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth: Retskilder og retsteorier, 4. reviderede udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Artikler:

Andersen, Peter Krüger: »Over-the-counter« handel og dark pools, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 3, 2013.

Chui, Michael: Derivatives markets, products and participants: an overview, IFC Bulletin No 35.

Frandsen, Tue Ravnhold og Hammer, Anne Kaas: Derivater og dokumentation bag, Revision & Regnskabsvæsen, Vol. 2010, nr. 2.

Hansen, Jesper Lau: European Securities and Markets Authority (ESMA) - skabelsen af et føderaliseret tilsyn I EU, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Vol. 2011, nr. 4.

Korsgaard, Trine og Tholstrup, Catherine Marianne: Regulatorisk Reform – OTC Derivater. Fokus: Clearingforpligtelsen, Revision og Regnskabsvæsen, Vol. 2012, nr. 4.

Afhandling:

Dyppel, Katja Joo: Beskatning af derivater - En analyse af dansk skatteret, 1. udgave, Ph.d.-afhandling, Handelshøjskolen i København.

Betænkning:

Betænkning nr. 1521 om insiderhandel, juli 2010.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Erklæring:

G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Meddelelse:

KOM(2011) 25 endelig: Meddelelse fra Kommissionen Til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget: Imødegåelse af udfordringerne på råvaremarkederne og med hensyn til råstoffer.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Notater:

Finanstilsynets notat om definitionen af intern viden og oplysningspligten.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Justitsministeriets notat om tilvalg af markedsmisbrugsdirektivet
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Rapport:

Larosière-rapporten "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU".
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Arbejdsdokument:

SEK(2011) 1218 endelig: Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegre-
ne, resumé af konsekvensanalysen - Ledsagedokument til forslag til Europa-
Parlamentets og Rådets forordning om insiderhandel og kursmanipulation
(markedsmisbrug) og forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning
om strafferetlige sanktioner for insiderhandel og kursmanipulation.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Statistik:

Statistik om størrelsen af det globale OTC-marked publiceret af Bank for In-
ternational Settlements.
Elektronisk tilgængelig på følgende [link](#).

Alle elektroniske links er ajourført og kontrolleret pr. 15 december 2016.

Bilag 1: Eksempler på anvendelse af råvarederivater under forskellige handelsstrategier.

Eksempel på hedgning:

Et eksempel på hedging kan være at en producent, hvis forretning består i at producere råmetal, ønsker at afdække den finansielle prisusikkerhed, der består i metalmarkedet. Producenten indgår en aftale med et handelsselskab, som sikrer dem en fastprisaftale for det råmetal, der produceres i derivatets løbetid. Producenten får ved aftalen en fast pris på det råmetal, der produceres i derivatets løbetid, mens handelsselskabet omvendt påtager sig risikoen for den prisusikkerhed, der består i metalmarkedet. Rent finansielt kan både producenten og handelsselskabet "vinde" eller "tabe" på sådan en aftale. Producenten kan tabe ved, at prisen på strømmen i derivatets løbetid har været højere end den aftalte pris, men producenten kan omvendt vinde, hvis prisen har været lavere. For handelsselskabet vil forholdet være omvendt. Da producenten ofte ikke vil løbe risikoen ved prisudviklingen i metalmarkedet betragtes et mindre finansielt tab på prissikringen ofte som en investering mod eventuelt større tab.

Eksempel på spekulation:

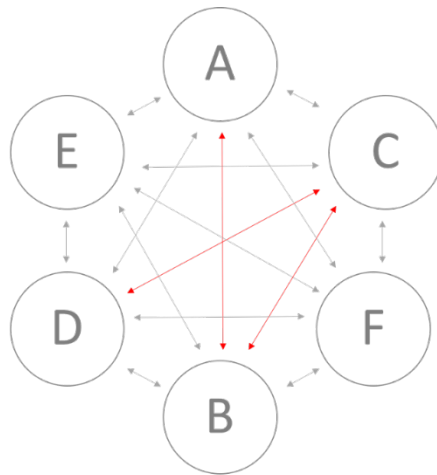
Et eksempel på spekulation kan være to handelsselskaber, som driver forretning ved at købe og sælge strøm på energimarkederne. Energihandelsselskaberne kan indgå et råvarederivat mellem hinanden, hvori de på forskellig vis prøver at forudsige udviklingen på strømprisen. I forbindelse med aftalen skal der ikke udveksle nogen fysisk strøm, og når råvarederivats løbetid er ovre, afregner parterne forskellen i prisudviklingen ved en finansiell differenceudligning. Ved den finansielle differenceudligning sker der ikke, som det ellers er tilfældet ved fysisk levering, en fysisk overdragelse af aktiver, men derimod alene en finansiell postering, hvor aftaleparterne enten krediteres eller debiteres for forskellen mellem den oprindelige markedspris og markedsprisen på afregningstidspunktet.

Eksempel på arbitrage:

Et eksempel på arbitrage kan være at et dansk handelsselskab handler et råvarederivat på køb af korn fra en dansk producent det næstkommende kvartal. Handelsselskabet kan nu i aktuel forlængelse heraf handler et tilsvarende råvarederivat med et tysk handelsselskab om levering af korn for den samme periode, blot på det tyske marked, hvor prisen aktuelt er synligt højere. Dermed udnytter det danske handelsselskab den synlige prisforskel mellem det danske og tyske marked til at opnå et afkast.

Bilag 2: Illustrativ forskel mellem bilateral og central clearing.

Figur 1: Bilateral clearing

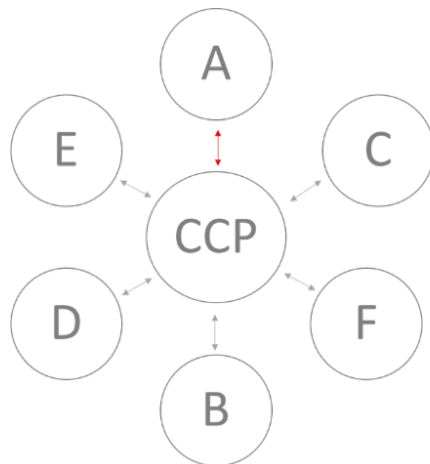


Grå pile: parternes forpligtigelser overfor hinanden

Røde pile: den ene part har misligholdt sin forpligtigelse (for B og C vedkommende som følge af A's misligholdte forpligtigelse overfor B)

Kilde: Egen tilvirkning.

Figur 2: Central clearing

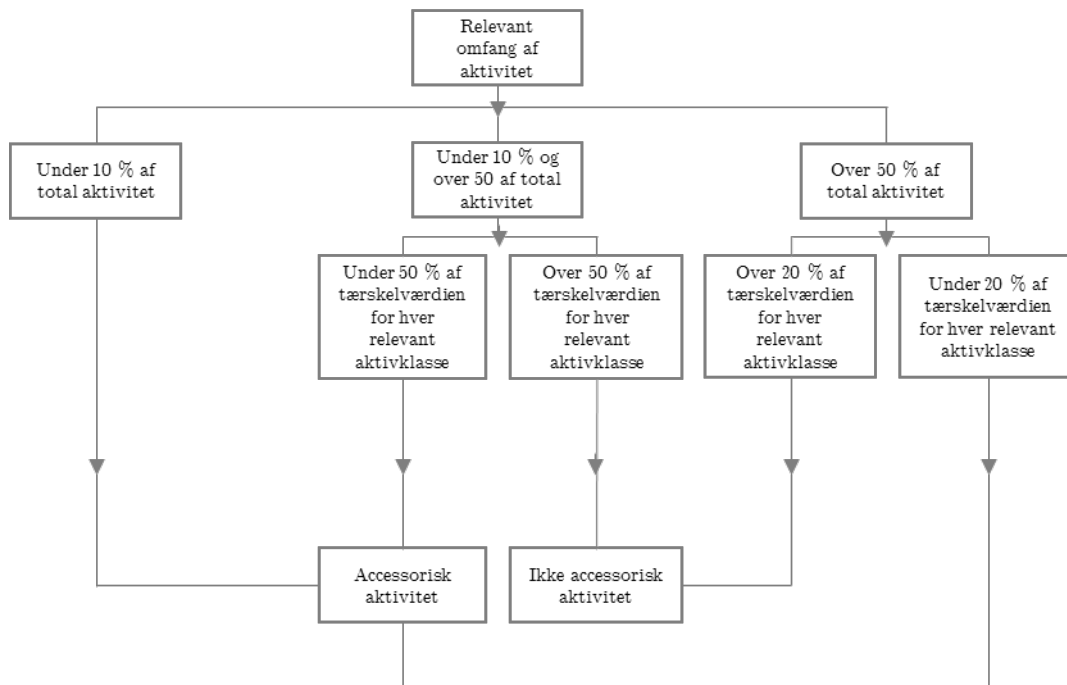


Grå pile: parternes forpligtigelser over for CCP'en

Rød pil: A's misligholdte forpligtigelse over for CCP'en er isoleret til denne.

Kilde: Egen tilvirkning.

Bilag 3: Skematisk opstilling af grænseværdierne i de kvantitative tests i klassificeringen af accessorisk aktivitet under MiFID II.



Kilde: Egen tilvirkning.

Bilag 4: Eksempler på intern viden og markedsmanipulation.

Eksempel på intern viden:

Et eksempel intern viden under MAR er oplysninger om lagerbeholdningerne eller bevægelser i råvarelagre og lagerfaciliteter, der direkte vedrører råvarederivater, og som er nødvendige eller med rimelighed kan forventes at blive offentliggjort i overensstemmelse med de regler eller praksis, der gælder for råvarederivatmarkeder.¹⁸⁸

Et eksempel på intern viden under REMIT kan være oplysninger om kapaciteten og anvendelsen af faciliteter til produktion af elektricitet eller naturgas, herunder planlagte og uforudsete driftsstop for disse faciliteter.¹⁸⁹

Eksempel på markedsmanipulation:

Et eksempel på markedsmanipulation kan være, at en virksomhed udnytter en regelmæssig adgang til medier ved at udsende en meningstilkendegivelse om et råvarederivat. Virksomheden har på forhånd erhvervet sig et antal af det omhandlede råvarederivat. Den udsendte tilkendegivelse medfører en påvirkning af prisen på det omhandlede råvarederivat, og dermed har virksomheden draget fordel af tilkendegivelsen. Den manipulerende adfærd består i, at virksomheden ikke har afsløret sin interessekonflikt over for offentligheden, hvilket skulle være sket samtidig med udsendelsen af meningstilkendegivelsen.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Eksemplet gengiver eksemplet i ESMA's vejledning om MAR, Annex IV, side 26 i dokument ESMA/2016/1412.

¹⁸⁹ Eksemplet gengiver eksemplet i ACER's vejledning til REMIT reguleringen, s. 29.

¹⁹⁰ Eksemplet er inspireret af eksemplet i MAR art. 12, stk. 2, litra d.