

TENDENSER FOR CLEARING AF AKTIEHANDLER VED CENTRAL MODPART

Gustav Kaas Jacobsen, Finansiell Stabilitet

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Centrale modparter, også kaldet central counter-parties, CCP'er, har tiltrukket sig en del opmærksomhed i tiden efter den finansielle krise. Det skyldes bl.a., at de bidrager til, at risikoen mellem markedsdeltagere er lavere, og sikrer øget gennemsigtighed på markederne. En CCP stiller sig således mellem parterne i en værdipapirhandel og påtager sig risikoen for både køber og sælger i tidsrummet, fra handlen er indgået, og til den er endeligt afsluttet. Hvis én af parterne i handlen går konkurs inden for det tidsrum, er CCP'en således stadig forpligtet over for den anden part. Det medfører imidlertid også, at risiko koncentrerer sig i CCP'en, der derfor er underlagt en række lovkrav for at sikre gennemførelsen af handlen.

I de fleste europæiske lande er der etableret CCP'er på aktiemarkederne. I de seneste år har der endvidere været en tendens til, at flere CCP'er er tilknyttet samme markedsplads. Det bidrager til øget konkurrence, men skaber også gensidige afhængigheder på tværs af europæiske markeder. Udviklingen er også nået til de nordiske aktiemarkeder, hvor det i øjeblikket indføres, at deltagerne frit kan vælge mellem flere CCP'er.

Nationalbanken anser den øgede konkurrence mellem CCP'er for positiv. Fælleseuropæisk lovgivning sikrer, at CCP'erne på aktiemarkederne er underlagt krav til risikostyring, der skal begrænse de risici, der følger af den øgede forbundethed på tværs af markederne. Det er vigtigt, at det løbende vurderes, om CCP'erne efterlever lovkravene på en måde, der effektivt begrænser risikoen for, at eventuelle tab spredes sig mellem dem.

CLEARING AF AKTIEHANDLER VED CENTRAL MODPART

Aktiehandler kan foretages på handelsplatforme drevet af børser mv. eller direkte mellem to parter, kaldet over-the-counter, OTC. I begge tilfælde går der typisk to dage, fra handlen er indgået, til den er afviklet, dvs. til værdipapirerne er leveret fra sælger til køber, og betalingen er overført. Under normale omstændigheder forløber det uden problemer. Men i en situation, hvor fx sælger går konkurs, risikerer køber, at et værdipapir skal gensejles til en højere pris. Den risiko reduceres ved clearing ved en CCP. En CCP stiller sig mellem køber og sælger i en aktiehandel, og i tidsrummet, fra en handel er indgået, til den er afviklet, vil de handlende kun have modpartsrisiko på CCP'en og ikke indbyrdes på hinanden. Forløbet for en aktiehandel, dvs. fra handlen indgås, til den clearing og afvikles, er beskrevet nærmere i boks 1.

På grund af CCP'ernes centrale placering i den finansielle infrastruktur regnes de ofte for at være systemisk vigtige. Hvis en CCP ikke er i stand til at gennemføre den normale clearing af handlerne, kan deltageres adgang til markedet blive afskåret i en periode. Endvidere vil effekterne af en CCP's konkurs kunne spredes sig til deltagerne og derfra videre til resten af markedet. Derfor er CCP'er underlagt en række krav for at sikre, at handlerne kan afvikles.

I EU reguleres CCP'er af EMIR-forordningen¹. Ifølge EMIR skal en CCP have tilladelse til at drive

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.

Når en aktiehandel **indgås** på en handelsplatform, sker det fx ved, at køber placerer en ordre på platformen, hvorefter der indledes en søgning efter en sælger. Så snart der er skabt et match, sendes der en bekræftelse til køber og sælger. Hvis handlen er underlagt CCP-clearing, indrapporteres den til CCP'en i samme øjeblik, som handlen er bekræftet. Ved en OTC-handel, der indgås direkte mellem køber og sælger, indrapporterer parterne selv oplysningerne om handlen gennem deres systemer, herunder om handlen skal CCP-clears.

Ved **clearing** forstås, at forpligtelser og rettigheder for udvekslingen af ydelser opgøres, hvilket i det gældende tilfælde vil sige udvekslingen af aktier mod penge i en aktiehandel. En CCP clearer aktiehandler ved at indtræde som modpart for både køber og sælger gennem en juridisk proces, der kaldes novation. Et kendetegn ved CCP-clearing er, at deltageres eksponeringer reduceres ved at modregne modsatrettede fordringer, såkaldt netting, jf. figur 1. Nettingen, der sker løbende efter, at handlerne er indrapporteret

til CCP'en, begrænser dermed eksponeringerne mellem CCP'en og dens deltagere i perioden frem til afviklingen.

Ved **afvikling** forstås det tidspunkt, hvor udvekslingen af værdipapirer mod penge finder sted i et værdipapirafviklingssystem. Afviklingen sker typisk i såkaldte nettoafviklingsblokke, hvor deltageres modsatrettede fordringer modregnes via netting, hvilket begrænser likviditetsbehovet til afviklingen. For CCP-cleared handler vil det isoleret set ikke have nogen effekt, da handlerne allerede er nettet af CCP'en.

Tidsrummet fra en handel er indgået, til den er afviklet, kaldes **afviklingsperioden**. I 2014 overgik værdipapirmarkedet i EU til en standardiseret afviklingsperiode på to dage. Det betyder, at en værdipapirhandel skal afvikles på den anden forretningsdag efter, at handlen er indgået. Baggrunden for ændringen er ny fælleseuropæisk regulering, der har til formål at harmonisere markedet og derved styrke grænseoverskridende handel med værdipapirer og konkurrencen imellem værdipapircentraler i EU.¹

1. Jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 909/2014 af 23. juli 2014 om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler samt om ændring af direktiv 98/26/EF og 2014/65/EU samt forordning (EU) nr. 236/2012.

virksomhed. Tilladelsen, der udstedes af de nationale tilsynsmyndigheder, forudsætter, at CCP'en lever op til en række krav, bl.a. relateret til CCP'ens ledelsesstruktur, sikkerhedsstillelse, finansielle ressourcer, risikostyring mv. Det løbende tilsyn med, at en CCP lever op til kravene i lovgivningen, foretages af såkaldte tilsynskollegier, hvor både tilsynsmyndigheder og centralbanker er repræsenteret. Da CCP'er ofte agerer på tværs af grænser, er der ofte myndigheder fra forskellige lande repræsenteret i kollegierne.²

En fordel ved CCP'er er, at deltageres eksponeringer over for hinanden reduceres ved at modregne modsatrettede fordringer, såkaldt netting. Da en CCP anvender bilateral netting mellem sig og clearingdeltagerne, vil hver deltagers position reduceres som følge af, at der kun skal afgives eller modtages ét beløb eller én mængde værdipapirer i en given fondskode.³ Resultatet af bilateral netting mellem CCP'en og deltagerne er,

at de forskellige parter handler i realiteten bliver modregnet multilateralt, jf. figur 1. For markedet som helhed betyder den multilaterale netting også, at den samlede eksponering – og dermed risiko – mindskes.

Siden efteråret 2009 har handler med danske large cap-aktier på Nasdaq været underlagt obligatorisk CCP-clearing, og i februar 2015 blev også mid cap-aktier omfattet af clearing.⁴ Det er hollandske EuroCCP, der har varetaget clearing af aktiehandler siden 2009.⁵ CCP-clearingen sker i praksis ved, at alle large og mid cap-aktiehandler, der indgås på Nasdaq, øjeblikkeligt bliver indrapporteret til EuroCCP, der herefter indtræder som modpart i handlerne. Det betyder, at EuroCCP bliver modpart for både køber og sælger, umiddelbart efter at en handel er indgået, og indtil den er afviklet.⁶ Leverer en af parterne ikke sin ydelse, er EuroCCP stadig forpligtet over for den anden part.

2 Nationalbanken og Finanstilsynet deltager fx i et tilsynskollegie for hollandske EuroCCP. Kollegiet er ledet af den hollandske centralbank. Nationalbanken deltager som observatør, Finanstilsynet som medlem.

3 Fondskoden eller International Securities Identification Number, ISIN, er en kode, der entydigt identificerer et værdipapir.

4 Nasdaq er den primære handelsbørs for danske aktier. Aktierne er inddelt i overordnede grupperinger, fx large cap, der i øjeblikket omfatter de 33 danske aktier med den højeste omsætning, og mid cap, der omfatter de følgende 29 danske aktier målt på omsætning.

5 Det var den hollandske CCP European Multilateral Clearing Facility, EMCF, der begyndte med at clear på Nasdaq i 2009. EMCF fusionerede i januar 2014 med engelske EuroCCP Ltd. under navnet EuroCCP.

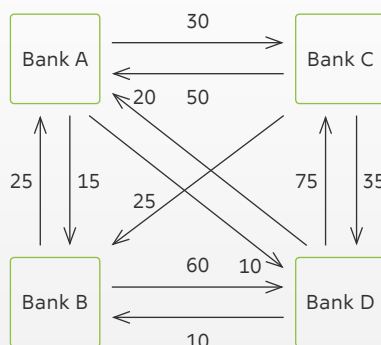
6 Det sker ved en juridisk proces, der kaldes novation.

Nettingeffekten

Figur 1

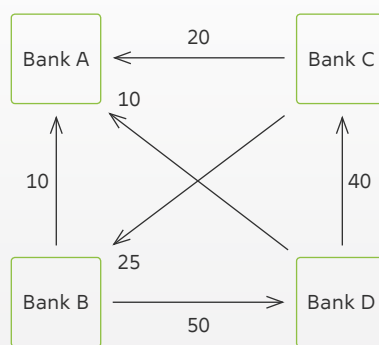
1) Bruttopositioner mellem bankerne

Samlet eksponering: 355



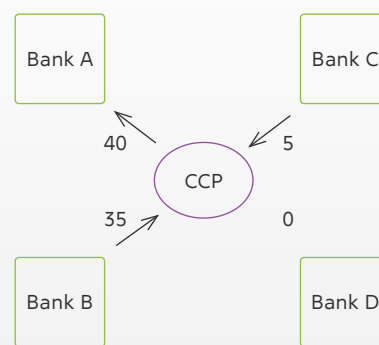
2) Bilateral modregning af positioner mellem bankerne (bilateral netting)

Samlet eksponering: 155



3) Bilateral modregning mellem bankerne og central modpart (multilateral netting)

Samlet eksponering: 80



Anm.: 1) viser bruttopositionerne mellem bankerne;

2) her modregnes alle bruttopositioner bilateralt, så der kun er én samlet position indbyrdes mellem hver af bankerne;

3) her er der indført CCP-clearing, hvilket vil sige, at CCP'en stiller sig mellem køber og sælger for alle positioner. Som følge af bilateral modregning reduceres positionerne til, at hver bank kun har én samlet position hver mod CCP'en. Effekten er, at positionerne modregnes multilateralt.

Kilde: Figuren er inspireret af figur 5 i De Nederlandsche Bank, *All the ins and outs of CCPs*, oktober 2013, men med egne tal og beregninger.

CCP'er tilbyder som regel en betydelig mængderabat for deltagere, der dagligt clearer mange transaktioner, jf. figur 2. Det medfører, at det ofte kun er større banker og investeringsbanker, der deltager direkte i en CCP. Øvrige markedsdeltagere indgår aftale med en direkte deltager om at varetage clearing af transaktioner på deres vegne. EuroCCP har 8 danske deltagere, hvoraf 2 har tilladelse til at varetage clearing af handler på vegne af indirekte deltagere. Der blev i gennemsnit dagligt cleareret danske large og mid cap-aktier for 5,3 mia. kr. i 2015, jf. figur 3.

Risikostyring

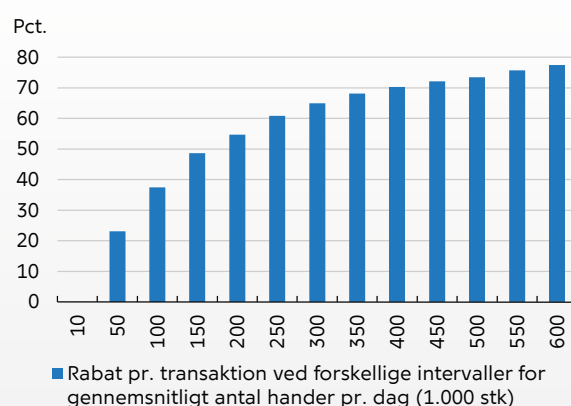
En CCP er underlagt en række krav i EMIR-forordningen, der har til formål at reducere risikoen mellem CCP'en og dens deltagere. En CCP anvender dermed en række redskaber i sin risikostyring, som skal beskytte den mod tab. Risikostyringen kan overordnet set inddeles i tre kategorier, jf. følgende.

For det første stiller CCP'en typisk en række overordnede krav til clearingdeltagerne, herunder at de er underlagt finansielt tilsyn og opfylder minimumskapital- og likviditetskrav. Det er et lovkrav, at en CCP's optagelseskriterier er klare og objektive, så der er fair og åben adgang for at deltage i CCP'en.

For det andet håndterer CCP'en sine modpartsrisici ved at stille marginkrav til deltagerne, der således stiller sikkerhed over for CCP'en. Sikkerhedsstillelsen, der hovedsageligt består af kontantindskud og højlikvide obligationer, skal afdække modparts-

Mængderabat pr. transaktion i CCP'er

Figur 2

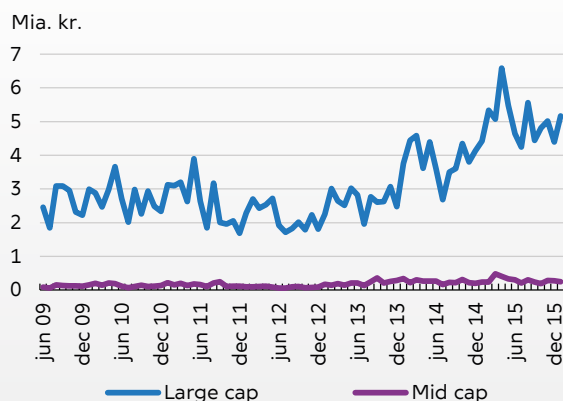


Anm.: Den procentvise besparelse pr. transaktion opgjort efter, hvor mange handler en deltager har i gennemsnit pr. dag. Rabatten er beregnet som et gennemsnit af den rabat, der kan opnås i tre af de største CCP'er på aktiemarkederne i Europa.

Kilde: Hjemmesiderne for henholdsvis LCH Clearnet Ltd. ([link](#)), EuroCCP ([link](#)) og SIX x-clear ([link](#)) samt egne beregninger.

Omsætningen i danske large og mid cap-aktier på Nasdaq, dagligt gennemsnit

Figur 3



Kilde: Monthly Reports - Total equity trading, Nasdaqomx.com ([link](#))

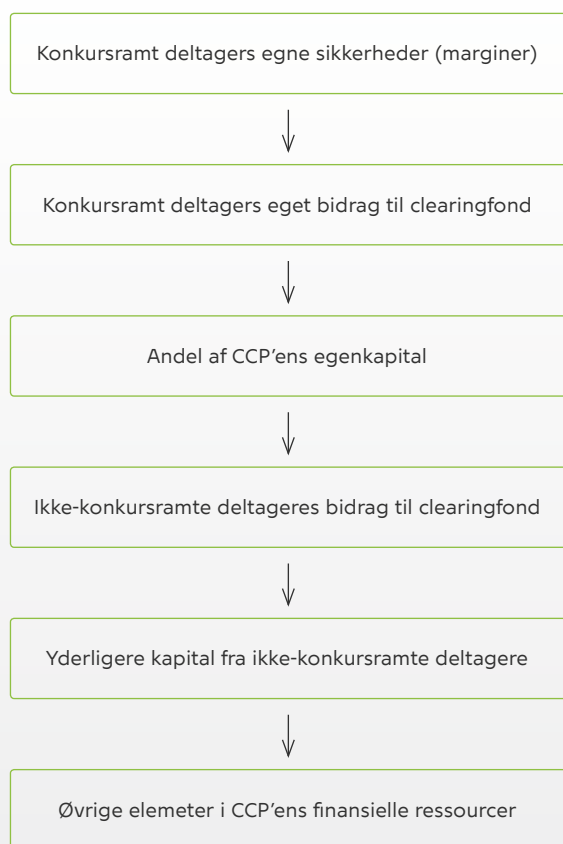
risikoen under normale markedsforhold⁷ og sikre, at CCP'en kan opretholde en uforstyrret drift, hvis en deltager misligholder. Opgørelsen af modpartsrisici sker ved, at CCP'en på intradag-basis skal foretage en samlet opgørelse af alle uafviklede handler til aktuelle markedscurser i henhold til krav i EMIR-forordningen. Resultatet af opgørelsen viser det potentielle tab, deltagerne misligholder, og på baggrund heraf vurderer CCP'en, om deltagerens sikkerhedsstillelse er tilstrækkelig, eller om der er behov for supplerende sikkerhed (margin calls).

For det tredje har CCP'en en række finansielle ressourcer til at modstå tab. De består af egenkapital, indskudte midler i en clearingfond og eventuelt også garantier fra deltagerne, tabsfordelingsaftaler, forsikringsordninger mv. I tilfælde af, at en deltager går konkurs, anvendes de finansielle ressourcer i en forudbestemt rækkefølge, der i lovgivningen betegnes CCP'ens "default waterfall", jf. figur 4. Rækkefølgen er som følger:

Hvis en konkursramt deltagers egen sikkerhedsstillelse/margin ikke slår til, dækkes tabet af den konkursramte deltagers eget bidrag til CCP'ens clearingfond. Hvis det er utilstrækkeligt, trækkes der efterfølgende på en del af CCP'ens egenkapital. Yderligere tab dækkes af de ikke-konkursramte deltageres indskud til CCP'ens clearingfond. Det er et krav, at CCP'ens clearingfond samlet set skal være tilstrækkelig til at dække den største deltagers konkurs.⁸ CCP'en kan endvidere forlange, at deltagerne indskyder supplerende kapital. Hvis alle foregående elementer ikke er tilstrækkelige, må CCP'en dække tabet med dens resterende finansielle ressourcer, herunder den tilbageværende egenkapital.

En CCP's "default waterfall"

Figur 4



Anm.: Rækkefølgen i en CCP's "default waterfall" er fastlagt i artikel 45 i EMIR-forordningen.

UDVIKLINGEN PÅ MARKEDERNE FOR CENTRALE MODPARTER

I begyndelsen af 2000'erne var det praksis i de fleste europæiske lande, at handel med værdipapirer skete på nationale handelsbørser, og i mange tilfælde var der tilknyttet en CCP, der cleared

⁷ Det vil sige, at sikkerhedsstillelsen skal være tilstrækkelig til at dække tab, som følger af mindst 99 pct. af eksponeringsbevægelserne inden for en passende tidshorisont, jf. artikel 41 i EMIR-forordningen.

⁸ En CCP skal som minimum være i stand til under ekstreme, men plausible markedsvilkår at modstå misligholdelse hos den clearingdeltager, der har den største eksponering over for CCP'en, eller hos det andet- og det tredjestørste clearingmedlem, hvis summen af deres eksponeringer er større, jf. artikel 42, stk. 3 i EMIR-forordningen.

aktiehandler på de nationale markeder. Det var ikke tilfældet i Danmark, formentlig fordi fordelene ved at etablere en CCP ikke opvejede omkostningerne. Værdipapirafviklingen i VP⁹ foregik allerede ved multilateral betalingsnetting på både værdipapir- og betalingssiden, og modpartsrisikoen var begrænset på grund af den relativt beskedne omsætning.¹⁰

Implementeringen af MiFID-direktivet¹¹ ændrede markedet for værdipapirhandel i Europa. Direktivet betød, at det blev muligt at handle værdipapirer på tværnationale handelsplatforme (Multilateral Trading Facilities, MTF'er), hvilket man ikke kunne tidligere. Ændringerne medførte også, at der blev etableret nye CCP'er, der varetog clearingen på de nye handelsplatforme. Da CCP'er var standard på de fleste markedspladser, valgte Nasdaq i 2009 også at indføre CCP-clearing på de nordiske aktiemarkeder.

For at styrke konkurrencen blev der i 2006 indgået en adfærdskodeks imellem de europæiske brancheorganisationer for henholdsvis børser, værdipapircentraler og centrale modparter.¹² I kodeksen blev det bl.a. aftalt at arbejde for at udbrede såkaldt *interoperabilitet*, der for CCP'er betyder, at to CCP'er indbyrdes kan udveksle information om hinandens handler, hvorved der kan nettes på tværs af systemer. MiFIR-forordningen¹³ fra 2014 fastlægger, at CCP'er ikke må diskriminere i adgangen til informationer fra hinandens systemer. Reglerne i lovgivningen træder i kraft i 2017 og styrker derved muligheden for at etablere interoperabilitet mellem CCP'er.

Status i dag er, at 3 CCP'er har indgået gensidige aftaler om interoperabilitet på det europæiske aktiemarked.¹⁴ De clearer aktiehandler på flere af

de samme markedspladser i Europa, mens clearing på andre markeder stadig varetages af CCP'er med et lokalt monopol, jf. figur 5.

Fordele ved interoperabilitet

Ved interoperabel clearing indgår to CCP'er en aftale om indbyrdes at deltage i hinandens clearinger. Det sker ved, at de opretter en teknisk forbindelse, hvori de kan kommunikere på tværs af systemer. Det betyder, at hver markedsdeltager kan benytte sin foretrukne CCP og stadig have fordel af netting. Hvis eksempelvis køb og salg af aktier foregår på separate handelsplatforme og cleares gennem forskellige CCP'er, kan handlerne nettes, såfremt de to CCP'er har indgået aftale om interoperabilitet, jf. figur 6. Interoperabilitet medvirker dermed til at begrænse eksponeringer – og dermed risiko – mellem deltagere på tværs af markedspladser.

En anden fordel ved interoperabilitet er, at en deltager kun behøver at deltage i én CCP. Dermed skal deltageren kun tilpasse sit system for intern afvikling til denne CCP og samtidig kun stille sikkerhed og bidrage til clearingfonden i denne. Det er omkostningsbesparende og begrænser kompleksiteten for deltageren.

Interoperabilitet medvirker også til øget konkurrence, idet flere CCP'er kan klare handler på samme markedsplads uden at forringe effekten af netting. Dermed er det op til CCP'erne at levere de mest konkurrencedygtige vilkår for deltagerne, inden for de rammer reguleringen af CCP'er har fastlagt.¹⁵

Risici ved interoperabilitet

Der knytter sig en række risici til interoperabilitet. Ved en handel, der cleares mellem to CCP'er, er der både modpartsrisiko mellem deltageren og

9 VP er de danske systemer for afvikling og opbevaring af værdipapirer. Systemerne drives af VP Securities A/S.

10 Jf. Torben Nielsen og Peter Restelli-Nielsen, Analyse af fordele og ulemper ved indførelsen af en central modpart i det danske værdipapirmarked, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, november 2007.

11 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.

12 Adfærdskodeksen ([link](#)) blev indgået i oktober 2006 mellem Federation of European Securities Exchanges, European Association of Central Counterparty Clearing Houses og European Central Securities Depositories Association.

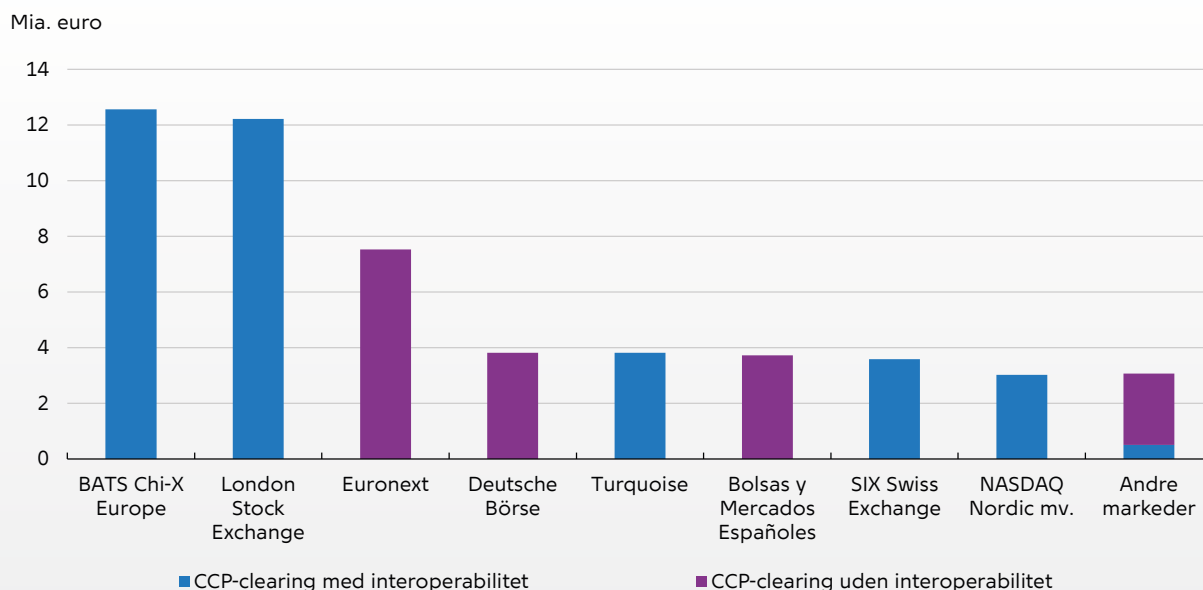
13 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter.

14 Det drejer sig om hollandske EuroCCP, engelske CCP LCH Clearnet Ltd. og SIX x-clear, hvor sidstnævnte både omfatter den schweiziske CCP SIX x-clear Ltd. og norske SIX x-clear Ltd. NB (Norwegian Branch).

15 Interoperabilitetsarrangementer mellem CCP'er er reguleret i EMIR-forordningen, og der er endvidere udgivet fem guidelines og anbefalinger, der knytter sig til CCP'ers interoperabilitet, jf. European Securities and Markets Authority, ESMA, Guidelines and recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements, juni 2013 ([link](#)).

Daglig omsætning på udvalgte aktiemarkedspladser med/uden interoperabel CCP-clearing.

Figur 5



Anm.: "Andre markeder" omfatter øvrige handelsbørser og -platforme, der er medlem af Federation of European Securities Exchanges, FESE, herunder Oslo Børs, der har tilknyttet interoperable CCP'er.

Kilde: Omsætningstal fra FESE ([link](#)) og oplysninger om CCP-clearing fra handelsbørserne og -platformenes hjemmesider.

CCP'en, men også indbyrdes mellem de to CCP'er. Effekterne af en deltagers konkurs vil derfor potentielt kunne spredes til den anden CCP og derfra videre til dens deltagere. Samspillet mellem de to CCP'ers systemer betyder også, at den operationelle risiko forøges, idet en handel på tværs af CCP'erne ikke vil kunne gennemføres, hvis der opstår fejl i kommunikationen mellem dem.

Risikoen ved interoperabilitet håndteres bl.a. ved, at hver CCP opretter en såkaldt interoperabilitetsfond, der udgør sikkerhedsstillelsen (inter-margin) for de handler, der cleares mellem CCP'erne. Sikkerhedsstillelsen skal dække det scenarie, at en af de forbundne CCP'er kan gå konkurs. Indskuddene til fonden kommer fra deltagerne, der således skal stille mere sikkerhed end i tilfældet uden interoperabilitet. Ulemperne for deltagerne vil formentlig blive opvejet af de likviditetsmæssige fordele, der er ved den øgede nettingeffekt, jf. ovenfor.

Beregningen af inter-marginkrav på tværs af CCP'er er behæftet med stor kompleksitet, idet de forskellige CCP'ers modeller for at beregne marginkrav typisk ikke er ens. Det er derfor et lovkrav, at CCP'er træffer foranstaltninger, som begrænser de risici, der kan opstå som følge af de forskellige modeller¹⁶. For at undgå unødigt systemisk risiko bidrager CCP'erne ikke til hinandens clearingfonde.

Interoperabilitet mellem CCP'er har skabt bevågenhed fra European Systemic Risk Board, ESRB, der har det lovmæssige ansvar for makrotilsynet med det finansielle system i EU¹⁷. ESRB har analyseret de systemiske fordele og risici, som interoperabilitet mellem CCP'er udgør for den finansielle stabilitet, jf. tabel 1.

ESRB anbefaler, at arrangementer med interoperabilitet løbende overvåges tæt af både CCP'erne og af myndighederne. Endvidere understreger ESRB behovet for at opretholde en robust styring af de risici, der er knyttet til interoperabilitet, og

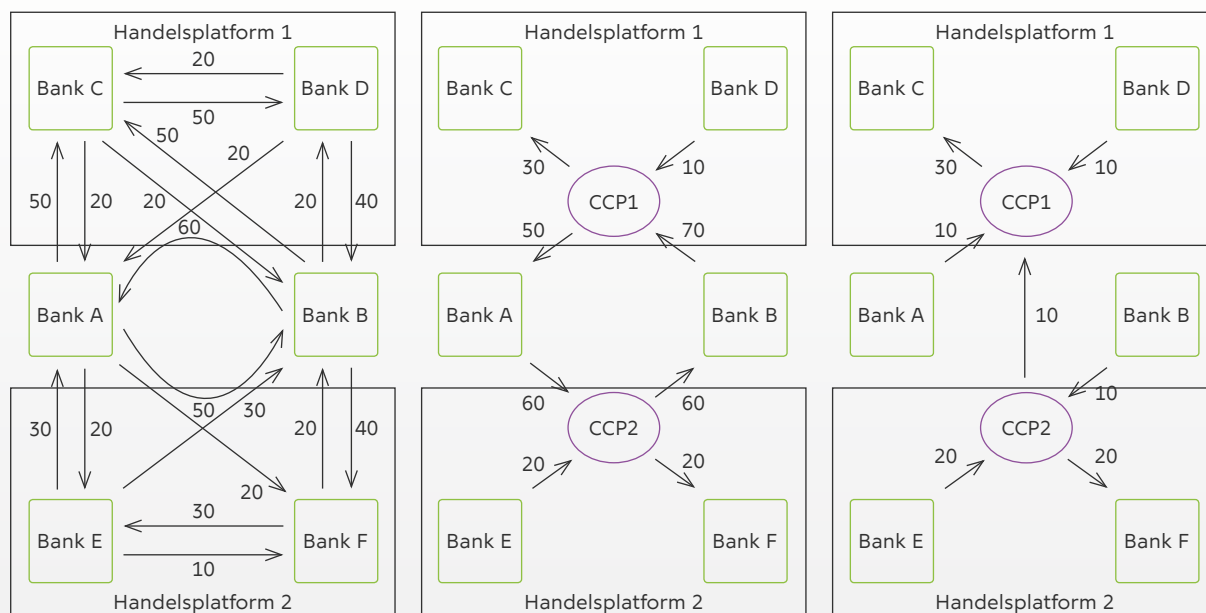
¹⁶ Jf. artikel 52 i EMIR-forordningen.

¹⁷ Nationalbanken er medlem og bidrager til arbejdet i ESRB i arbejdsgrupper og komiteer. Finanstilsynet deltager også i ESRB.

Nettingeffekt med og uden interoperabilitet

3) CCP-clearing på de to platforme med interoperabilitet

Samlet eksponering: 110



Anm.: I de tre figurer tages udgangspunkt i handler med aktier på to separate handelsplatforme. Bank A og B er større banker, der handler på begge platforme, mens bank C-F hver især kun handler på én af platformene. Til hver handelsplatform er der tilknyttet en CCP.

- 1) viser bruttopositioner mellem deltagerne på de to platforme;
- 2) viser CCP-clearingen uden interoperabilitet, positionerne nettes separat på platformene, bank A og B deltager i begge CCP'er;
- 3) viser CCP-clearingen med interoperabilitet, der nettes på tværs af platforme, bank A deltager i CCP 1 og bank B i CCP 2.

Det betyder, at bank A's mellemværender med deltagerne i CCP 2 (-60) og bank B's mellemværender med deltagerne i CCP 1 (-70) modregnes, og differensen (10) overføres fra CCP 2 til CCP 1.

Tabel 1

Væsentligste trusler

- Reducerer samlede eksponeringer
- Reducerer samlet behov for sikkerhedsstillelse
- Reducerer likviditetsrisiko
- Reducerer kompleksitet for deltagerne
- Substitutionsmuligheder
- Introducerer afsmitningrisici mellem CCP'er som følge af:
 - Inter-CCP-eksponeringer
 - Risiko for undervurdering af behovet for sikkerhedsstillelse i beregningen af inter-marginkrav
 - Operationel risiko/kompleksitet i CCP'ernes risikostyring

Kilde: European Systemic Risk Board, ESRB report to the European Commission on the systemic risk implications of CCP interoperability arrangements, januar 2016 (link).

at risikostyringen understøttes af tilstrækkelige finansielle ressourcer i CCP'erne.

Udviklingen i Norden

I juni 2015 annoncerede Nasdaq, at de havde besluttet at indføre valgfrihed mellem flere CCP'er på de nordiske aktiemarkeder, herunder det danske. Nasdaq følger dermed efter en række andre europæiske markedspladser, der tilbyder interoperabel clearing. Beslutningen blev effektueret i november 2015, hvor LCH Clearnet begyndte at cleare aktier på Nasdaq. SIX x-clear forventes at begynde at cleare på Nasdaq i marts 2016.

Den øgede valgfrihed vil dog ikke nødvendigvis få den store betydning for de danske deltagere til at begynde med. Det skyldes for det første, at det er en forholdsvis omfattende proces at skifte fra en CCP til anden, idet systemerne, der håndterer sikkerhedsstillelse og porteføljeforvaltning mv., skal tilpasses. For det andet synes deltagerne umiddelbart at være tilfredse med de ydelser, EuroCCP leverer. Fx er afviklingsprocenterne, der måler andelen af aktiehandler, der bliver afviklet rettidigt, forholdsvis høje for EuroCCP på det danske marked.¹⁸ Afviklingsprocenterne er en vigtig parameter for, hvor effektivt en CCP clearer, og de er sammen med CCP'ens priser og dens operationelle stabilitet væsentlige konkurrenceelementer.

Udvidelsen vil betyde, at nogle udenlandske deltagere vil få lettere adgang til det danske aktiemarked. Handler med danske aktier kan foretages på tværnationale handelsplatforme (MTF'er), fx de London-baserede BATS Chi-X og Turquoise, hvor de tre ovennævnte CCP'er også tilbyder CCP-clearing, dvs. EuroCCP, LCH Clearnet og SIX x-clear. Udenlandske deltagere, der benytter sig af en af de "nye" CCP'er på det danske marked, vil derfor kunne handle med danske aktier uden at skulle deltage i EuroCCP eller at skulle indgå aftale med en clearingdeltager om indirekte deltagelse.

Nationalbanken finder, at den skærpede konkurrence mellem CCP'erne og de udenlandske investorers forbedrede adgang til handel med danske aktier er positivt for det danske aktiemarked. Udviklingen vil dog indebære en øget forbundethed mellem markedet i Danmark og de øvrige europæiske aktiemarkedspladser med interoperabel CCP-clearing.

Fælleseuropæisk lovgivning sikrer, at CCP'erne på aktiemarkederne er underlagt de nødvendige krav til risikostyring, og dermed at risici ved den øgede forbundethed begrænses. Det er vigtigt, at det løbende vurderes, om lovkravene efterleves på en måde, der effektivt begrænser risikoen for, at eventuelle tab spredt sig mellem CCP'er og derved også til en bredere kreds af markedsdeltagere.

¹⁸ Jf. Danmarks Nationalbank, *Overvågningen af den danske infrastruktur, 2015*, april.