

Niklas Johansson

Central motpartsclearing av OTC-derivat – effekter på den svenska marknaden



Finansmarknadskommittén, FMK, är tillsatt av regeringen med uppdraget att utgöra ett forum för dialog och samråd kring den finansiella sektorns villkor för att främja stabilitet, förtroende effektivitet och utvecklingsmöjligheter.

Enligt direktiven ska kommittén

- främja en återkommande dialog mellan staten och finansbranschen
- fortlöpande bevaka den internationella utvecklingen
- diskutera hur förutsättningarna för den finansiella sektorn i Sverige kan förändras så att stabiliteten och effektiviteten förbättras
- initiera och driva aktiviteter för att utveckla finanssektorn

Vid sidan av Finansmarknadskommittén finns Rundabordsgruppen, FIR, med företrädare från bransch, myndigheter och regering som genom sin samlade kompetens på ett värdefullt sätt stöder kommittén i dess arbete.

Ledamöter i Finansmarknadskommittén:

Johanna Lybeck-Lilja, Statssekreterare, Finansdepartementet
Pär Boman, VD Handelsbanken, Ordförande Svenska Bankföreningen

Peter Lindfelt, Finansråd och chef på Finansdepartementets
Finansmarknadsavdelning

Torbjörn Magnusson, VD för IF, Fd. ordförande i Sveriges
Försäkringsförbund

Jens Henriksson, VD Nasdaq OMX Stockholmsbörsen

Olle Zetterberg, VD Stockholm Business Region AB



Niklas Johansson

Central motpartsclearing av OTC-derivat

- effekter på den svenska finansmarknaden

Niklas Johansson (1961) är fil kand från Universitet i Linköping, MBA från Uppsala Universitet samt diplomerad finansanalytiker (CEFA) från Handelshögskolan i Stockholm. Johansson har bl.a. varit chef för extern förvaltning på Skandia Liv, VD för Evli Bank Sverige samt VD och koncernchef för Carnegie Investment Bank. Bland nuvarande uppdrag ingår bl.a. uppdrag för Finansinspektionen samt Europeiska Riskkapitalföreningen (EVCA). Johansson har dessutom tidigare varit styrelseledamot i Svenska Fondhandlarföreningen samt Sveriges Finansanalytikers Förening.

Förord

Central motpartsclearing har lyfts som ett sätt att minska systemriskerna om en ny finanskris skulle uppstå. Diskussionen rör främst clearing av OTC-derivat. EU Kommissionen kom med ett direktivförslag under sommaren 2010. Detta inkluderar obligatorisk CCP-clearing av OTC derivat (för att minska effekt vid kriser) samt reglering av själva clearinghusen.

I syfte att belysa utvecklingen på området och förslagets konsekvenser på den svenska marknads effektivitet och konkurrenskraft uppdrog Finansmarknadskommittén åt Niklas Johansson att skriva en rapport som belyser just detta.

Rapporten har diskuterats vid ett seminarium samt vid möten i finansmarknadskommittén. I arbetet har ingått att söka olika aktörers syn på utveckling, vilket redovisas i pappret. De exakta formuleringarna svarar författaren själv för. Rapporten kommer att vara diskussionsunderlag för finansmarknadens runda bord vid dess möte den 17e december i år.

Det är min förhoppning att rapporten ska bidra till debatten kring regelverkets framtida utformning.

Stockholm 7 december 2010

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

Central motpartsclearing av OTC-derivat

– effekter på den svenska marknaden

Sammanfattning

Föreliggande rapport avser vissa bedömningar av de effekterna på den svenska kapitalmarknaden av införandet av obligatorisk clearing av OTC-derivat samt införandet av Central Clearing Parties ("CCP") såsom föreslagits av EU-kommissionen i september 2010.

Förslaget har sin bakgrund i bl.a. de beslut som fattats av G20 avseende OTC-derivat och de risker som dessa anses ha för den finansiella stabiliteten. Motsvarande förslag finns även i USA i form av den s.k. Frank-Dodd Act, även om de två förslagen i vissa avseenden skiljer sig åt.

Förslaget till ny reglering omfattar såväl finansiella som icke-finansiella företag och omfattar alla kategorier av OTC-derivat. Ett finansiellt företag måste, direkt eller indirekt ansluta sig till en s.k. CCP och denna skall clara samtliga kontrakt oavsett vid vilken marknadsplats eller börs kontraktet ursprungligen ingicks. OTC-derivat som inte bedöms lämpliga för clearing skall åsättas högre säkerhetskrav än vad som är fallet idag och genom de föreslagna s.k. Basel III-reglerna skall även kostnaderna för kapitaltäckning för sådana kontrakt ökas. En CCP skall upprätta en s.k. "default-fund" som skall ha en viss storlek innebärande att denna skall vara en buffert för fallerande medlemmar i clearingsystemet.

Icke-finansiella företag är i princip undantagna från regleringen så länge de endast ingår derivatkontrakt i syfte att hantera risker i sin kommersiella verksamhet. I den händelse dessa företag agerar i spekulativt syfte, eller omfattningen av deras kontrakt överstiger en viss storlek omfattas dock även icke-finansiella företag av regleringen.

Marknaden för derivat består av tre kategorier: Den första kategorin utgörs av standardiserade derivat som redan idag handlas på börs eller marknadsplats och är föremål för clearing. Den andra kategorin är s.k. "look-alikes", vilket är standardiserade derivat men som handlas OTC i syfte att undvika de kostnader som är förknippade med handel på en börs eller marknadsplats samt clearing.

Denna kategori av kontrakt är således möjliga att cleara redan idag. Den tredje kategorin är s.k. ”rena OTC-kontrakt”, dvs. skräddarsydda kontrakt mellan parterna.

Den svenska OTC-derivatmarknaden domineras av de stora bankerna. De mindre aktörernas andel av industrins valuta-och räntehedgar är försumbar och de OTC-kontrakt dessa gör är vanligtvis inom ramen för deras strukturerade produkter eller såsom valutasäkring av aktieaffärer för kunders räkning. Den största andelen OTC-produkter avser ränteswappar och då huvudsakligen genom de större bostadsfinansieringsinstituten. Ränteswapparna är med stor säkerhet en sådan kategori av OTC-derivat som kommer att bli föremål för obligatorisk clearing.

Vilken påverkan reformen får på den svenska kapitalmarknaden, dess aktörer och funktionssätt är inte möjligt att förutsäga i detalj då ett stort antal av de detaljerade bestämmelserna alltjämnt är okända. Dock är syftet med reformen att åstadkomma en fördyring av OTC-derivatmarknaden på ett sådant sätt att ekonomiska incitament skall resultera i att en stor del av kontrakten clearas samt att en ökad standardisering leder till en ökad marknadsandel för de standardiserade derivaten. Ökade krav på säkerheter samt ökad kapitaltäckningskostnad för OTC-derivat är omständigheter som verkar i samma riktning.

I vilket utsträckning förslaget i slutändan innebär en faktisk fördyring för systemet är beroenden av ett antal faktorer. Exempel på sådana är huruvida inträdeskostnaderna för nya aktörer på en ökad, standardiserad kostnad kompenseras av en ökad marknadsstorlek, om kostnaderna för att etablera en ny kontraktsstandard överstiger vinsterna av en ökad standardisering samt i någon systemteknisk mening om kostnaderna för att ingå i en s.k. default-fond överstiger vinsterna av minskade bilaterala motpartsrisiker etc.

Rapporten behandlar vidare frågan om CCPs. I förslaget ingår inte en s.k. interoperabilitet mellan olika CCPs. Detta innebär att olika clearingorganisationer inte kommer att kunna interagera med varandra på ett sådant sätt att clearingmedlemmarna kommer att kunna tillgodoräkna sig säkerheter annat än hos den aktuella CCPn. Detta innebär att svenska aktörer, under förutsättning att de vill ha tillgång till en svensk CCP som har särskild kapacitet att cleara kontrakt i svenska kronor, kommer behöva ansluta sig – direkt eller indirekt – till minst två CCPs om de samtidigt önskar en utländsk

CCP med stor likviditet. Valet av CCP kommer att styras av respektive CCPs kapacitet i form av likviditet, riskhanteringssystem, avgifter och villkor i övrigt etc. Hur ett europeiskt CCP-landskap i slutändan kommer att se ut är för tidigt att säga.

Rapporten berör avslutningsvis frågan om det finns något nationellt intresse av att ha en CCP lokaliserad i Sverige. Två skäl redovisas för detta. För det första kan tillgången till en CCP med kapacitet i svenska kronor ha en påverkan på de priser en utländsk CCP där svenska kronor är en marginalvaluta kan ta ut av de svenska aktörerna. För det andra kan det finnas argument för att ha just en särskild CCP med naturlig likviditet i svenska kronor då de svenska aktörerna oftast har svenska kronor i ena "benet" av kontraktet.

1. Inledning

Bakgrund

Måndagen den 15 september 2008 ansökte styrelsen för den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers om konkursskydd enligt de amerikanska s.k. "Chapter 11-reglerna".¹ Samtidigt drabbades den amerikanska försäkringskoncernen American International Group, Inc. ("AIG") av en försämrad kreditrating. Denna kom att orsaka massiva krav från bolagets motparter om ökade säkerheter för dess krediter. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, skapade i anledning av detta en kredit om inledningsvis 85 miljarder USD i utbyte mot 79,9% av aktierna i bolaget. Ytterligare stöd gavs i maj 2009 och den totala insatsen i AIG kom till slut att uppgå till 182,5 miljarder USD. Konkursen i Lehman Brothers och den amerikanska statens stödinsatser till AIG har kommit att betraktas som startskottet på 2008 års finanskris, vars sviter den globala ekonomin alltjämnt lider av.

¹ Det skulle föra för långt att i detta sammanhang i detalj återge de händelser som låg bakom såväl konkursen i Lehman Brothers, JP Morgans förvärv av Bear Sterns eller den amerikanska statens övertagande av majoritetsägandet i AIG. Den intresserade läsaren hänvisas till bl.a. Cooper (2008), Cohan (2009) , Ross Sorkin (2009) samt Paulson (2010).

Krav på reglering

Den finansiella krisen 2008 har fått stor betydelsen för hur en framtida reglering av en global kapitalmarknad skall utformas. En central roll i framdrivandet av en ny reglering har intagits av G20.²

Vid G20-mötet i London i april 2009 enades deltagarna om att det förelåg ett stort behov av reformer av de finansiella marknaderna, inte minst i ljuset av händelserna under 2008. G20 fäste i det sammanhanget särskild vikt vid frågan om s.k. OTC-derivat. Särskilda insatser skulle göras för att söka åstadkomma en ökad standardisering av kreditderivatmarknaden och då särskilt genom etablerandet av central motpartsclearing underställd såväl reglering som tillsyn. G20 beslutade därtill vid sitt möte i Pittsburgh i september samma år att alla standardiserade OTC-derivatkontrakt skall omsättas endera på en börs eller en reglerad marknadsplats eller via elektroniska handelsplattformar om så är lämpligt samt clearas via centrala motparter. Vidare angavs att OTC-derivatkontrakt skall rapporteras "post-trade" till s.k. trade repositories.³ Avslutningsvis beslutades att sådana OTC-kontrakt som av något skäl inte clearas via centrala motparter dels skulle åsättas högre kapitalkrav i form av säkerheter ("collateral"), dels åsättas en högre kapitaltäckning.

Financial stability Board ("FSB") har angett att högre kapitalkrav skall ställas på OTC-derivat för att bättre återspegla derivatens risker men även för att skapa incitament för att i ökad utsträckning använda centrala motpartsclearing och, där så är lämpligt, organiserade marknadsplatser. FSB angav vidare att högre krav skall ställas på s.k. CCPs ("CentralCounterparties") och att en internationell standard skall eftersträvas för såväl CCPs som trade repositories samt att även icke clearade transaktioner skall rapporteras till trade repositories.⁴

Rapportens disposition och vissa och avgränsningar

Den första delen av rapporten ger en bakgrund till varför frågan om en reglering av OTC-derivatmarknaden uppkommit. I detta sammanhang försöker

² G20 består av de 19 största ekonomierna samt EU. Sverige är således indirekt medlem i G20 via sin ställning som medlem i EU.

³ Post-trade är en rapportering efter det att en transaktion har genomförts, till skillnad från "pre-trade reporting". Syftet med post-trade till s.k. trade repositories är att därigenom göra det möjligt för bl.a. tillsynsmyndigheterna att identifiera var eventuella risker kan riskera att ansamlas i det finansiella systemet.

⁴ Financial Stability Board: Improving financial regulation - report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, 25 september 2009, sid 10 f f.

rapporten även ge en översiktlig bild av regleringsförslagets innehåll och översiktligt beskriva de bakomliggande argumenten till förslagets olika delar.

Rapportens andra del beskriver den svenska marknaden för OTC-derivat och de produkter som utgör de vanligaste derivaten. I detta sammanhang beskrivs de huvudsakliga aktörerna i OTC-derivatmarknaden samt i korthet också frågan om näringslivets behov av derivat för hedgingändamål.

Rapportens tredje del försöker bedöma de effekter som förslaget till reglering kan få på den svenska marknads aktörer jämfört med den nuvarande ordningen. I denna del förs även en diskussion avseende vissa frågor av betydelse för den finansiella stabiliteten liksom vissa specifika frågor som uppkommer för en liten, öppen kapitalmarknad som även verkar i en i globalt hänseende liten valuta.

Rapportens första del bygger huvudsakligen på skriftligt material. I den andra och den tredje delen av rapporten har det skriftliga materialet kompletterats med ett antal intervjuer med företrädare för den svenska marknads aktörer, myndigheter och övriga intressenter.

Delvis ligger en begränsning i att den exakta regleringen ännu inte är känd utan, som redovisas i avsnitt 3, till vissa delar återstår att utforma. Klart står dock att den största delmarknaden i den svenska OTC-derivatmarknaden, nämligen ränteswapparna, med största säkerhet kommer att omfattas av förslaget. Vad som i övrigt kan tänkas påverka den svenska marknaden är däremot inte fullt ut klarlagt i nuläget.

Frågan om införandet av CCP är ett bärande inlag i förslaget. Det finns redan idag CCPs såväl i Europa som i USA och i Sverige för i huvudsak avistamarknaden men även för derivat. Förslaget innebär att en CCP skall vara en privatägd eller medlemsägd organisation som skall verka på kommersiella och icke-diskriminerande grunder. En intressant fråga, som dock inte behandlas i föreliggande rapport, är hur en global men även europeiskt konkurrensmässig miljö skulle se ut för en CCP-industri och hur dessa skulle kunna komma att konkurrera med varandra. I rapporten behandlas denna fråga enbart ur ett nationellt perspektiv och då i ljuset av Sveriges ställning som en relativt sett liten marknad med egen valuta. De CCPs som idag finns skiljer sig också i vissa delar från varandra och är således inte en helt homogen bransch. I rapporten

diskuteras inte vari dessa skillnader består, avgifts-och prissättningsprinciper etc. utan diskussionen kring CCPs förs utifrån ett institutionellt perspektiv.

Avslutningsvis ligger det en implicit avgränsning i valet av dels källor, dels intervjupersoner. I detta ligger också naturligen ett antal potentiella felkällor. Syftet har emellertid att söka göra en bred och översiktlig beskrivning, vilket inneburit att en bredd av intressenter har eftersträvats. Detta har inneburit en prioritering av bredd framför djup, liksom att redovisningen inte gör anspråk på att vara vare sig fullständig eller uttömmande.

2. OTC-derivatmarknaden - funktion, syfte och aktörer

Den globala marknaden för OTC-derivat består av ett otal instrument, en stor mängd marknadsaktörer och uppgick vid slutet av år 2009 till ett nominellt värde på de utestående kontrakten av ca 615 tusen miljarder US dollar.⁵ Det bedömda marknadsvärdet av kontrakten uppgick vid samma tidpunkt till ca 21,6 tusen miljarder US dollar och den s.k "nettoexponeringen" uppgick till 3,5 tusen miljarder US dollar. Det är således en betydande marknad som utgörs av OTC-derivat.

Ett derivat är ett finansiellt instrument, vars värde i sin tur är beroende av värdet av ett annat instrument. De vanligaste derivaten är optioner, som innebär en rättighet men inte en skyldighet att köpa en viss tillgång eller en rättighet men inte en skyldighet att sälja en viss tillgång till ett visst pris inom eller vid utgången av en viss tidsperiod. En annan vanlig typ är terminer som är ett åtagande att sälja eller köpa en tillgång vid utgången av en viss tidsperiod. En tredje vanlig typ är s.k. swappar. En swap innebär ett byte av två tillgångar eller betalningsflöden, t ex en fast räntebetalning mot en rörlig räntebetalning eller avkastningen på två aktieindex, t.ex. S&P500 mot MSCI Europe.

Frågan om derivathandeln inte på något sätt ny. Världens första organiserade marknadsplats för handel med derivat bildades redan 1864 i Chicago under namnet Chicago Board of Trade. Marknadsplatsen uppstod som ett svar på handelsmännens och jordbrukarnas oro över att finna avsättning för sina varor.

⁵ Gracie 2010

Chicago Board of Trade blev platsen där köpare och säljare kunde träffas och förhandla och formalisera sina mellanhavanden och därigenom i någon mening även hantera de kreditrisker som uppkommer genom att sälja något idag för leverans vid någon i förväg bestämd framtid.

Derivatmarknaden har uppkommit till följd av en efterfrågan. Likaväl som jordbrukaren i 1800-talets Illinois ville försäkra sig mot att inte kunna finna avsättning för sin produktion, önskar dagens aktörer i kapitalmarknaden kunna hantera sina risker oaktat om det är förändringar i aktiekurser, räntor eller valutakurser. Inte minst är detta ett väsentligt inslag i riskhanteringen för företag och då särskilt om de verkar i en liten, exportberoende ekonomi som därtill är beroende av en liten valuta. Att kunna valutasäkra sin utlandsförsäljning via terminer eller sina utlandsofferter via optioner är en integrerad del i svenska företags riskhantering.

Det är väsentligt att skilja på standardiserade derivat och/eller derivat som handlas på en börs eller en marknadsplats och s.k. OTC-derivat ("Over-the-Counter"). Fördelen med standardiserade derivat är att de volymmässigt skapar förutsättningar för en mer ändamålsenlig handel och därmed en effektivare prissättning. En standardisering medför också bättre förutsättningar att bedriva handeln med dessa på en börs eller en marknadsplats med en bättre transparens i prissättning och s.k. orderdjup.⁶ Genom en sådan handel kan också affärerna avvecklas på ett effektivt sätt genom bl.a. central motpartsclearing. Clearing innebär att den finansiella infrastrukturen erbjuder en part som träder in som köpare för varje säljare och som säljare för varje köpare. Detta innebär bl.a. att kunderna som genomför en transaktion på en börs eller en marknadsplats därigenom kan vara anonyma eftersom de inte längre har någon motpartsrisk så länge affären dels utförs på den aktuella börsern eller marknadsplatsen, dels genomgår clearing. Standardiserade derivat kan således handlas OTC och ändå bli föremål för clearing. Ur effektivitetssynpunkt har en sådan handel således klara fördelar.

Det finns flera anledningar till uppkomsten av en OTC-marknad. En OTC-marknad innebär att två parter är fria att avtala vilken affär som helst på

⁶ Med orderdjup avses att köp- och säljkurser noteras i ett handelssystem och att aktörerna i handelssystemet kan se hur stor efterfrågan respektive utbudet är vid en viss given prisnivå.

bilateral grund. Två huvudkategorier av motiv finns till att en sådan marknad kan existera. Det första motivet är att den standardiserade marknaden inte erbjuder exakt sådana produkter som slutkunden efterfrågar. Till denna kategori hör de som använder derivatmarknaden för att täcka olika typer av risker (hedging). Det kan vara ett industriföretag som vill hedga en utländsk betalning till en i förväg bestämd växelkurs mot svenska kronor. Det kan vara ett fastighetsbolag som har lån i olika nationella och internationella banker som genom s.k. ränteswappar vill hedga sin ränteexponering. Det kan också vara en pensionsförvaltare som vill valutasäkra sin exponering i utländska aktier m m.

Antag att ett företag om exakt 67 dagar kommer att få betalt för en försäljning i japanska Yen. Antag vidare att det bara finns terminskontrakt för Yen som sträcker sig 30 dagar. Företaget i fråga har då två möjliga val om det inte fullt ut vill ta valutarisken. För det första kan det köpa en termin om 30 dagar och när denna förfaller köpa ytterligare en termin på 30 dagar. I den situationen är företaget exponerat för ett antal risker. För det första är villkoren för en termin om 30 dagar för ytterligare 30 dagar inte kända. Villkoren kan såväl förbättras som försämrats. För det andra var betalningen om 67 dagar och inte 60, vilket innebär att sju dagar under perioden är företaget exponerad för valutakursförändringar. Detta innebär att det saknas "matchningsförutsättningar". Det företaget då kan göra är att ringa sin bank och begära ett pris på att banken gör ett terminskontrakt med företaget på just den löptid som företaget efterfrågar, i det här fallet 67 dagar. Förutsatt att banken går med på en sådan affär har företaget lyckats åstadkomma matchningen av flödena och helt säkrat sin framtida betalning omräknat till svenska kronor.⁷ Detta är just ett av OTC-marknadens syften - att skapa skraddarsydda lösningar för slutkunden i varje enskilt fall.

OTC-derivat kan också användas i syfte att skapa avkastning. Det kan vara en hedgefond som i sin marknadsuppfattning har en tro på att en viss tillgång eller en viss marknad skall utvecklas bättre än en annan tillgång eller marknad. Genom derivat är det möjligt att replikera en portfölj som ger samma exponering som om förvaltaren hade investerat i de underliggande tillgångarna (vilket emellanåt inte ens är möjligt med hjälp av faktiska instrument då sådana

⁷ Exemplet är något förenklat. Banken har ett antal ställningstaganden att göra innan den ingår ett sådant kontrakt, t ex avseende motpartsrisk, effekter på kapitaltäckningen i banken samt inte minst om det finns någon marknad där banken i sin tur kan täcka den risk den ikläder sig i och med kontraktet.

saknas, innebärande att derivat är den enda möjliga metoden). En hedgefond kan behöva göra sina affärer OTC till följd av att den standardiserade marknaden inte erbjuder just de kontrakt som de efterfrågar vare sig vad gäller löptider eller underliggande tillgång. Genom OTC-marknaden kan dock fonden i alla fall skapa den position den eftersträvar. OTC-derivaten har också kommit att bli en del i de finansiella företagens s.k "egen handel", dvs. den handel som banker och värdepappersbolag bedriver på egen risk och inte för kunders räkning.

Marknaden för OTC-derivat har i allt väsentligt hittills varit oreglerad i offentligrättslig mening, dvs. inte omfattats av någon specifik lagstiftning. Dess reglering har till största del bestått av avtal, sedvänja och i viss mån engelsk rätt. I och med detta har risker kunnat byggas upp i det globala finansiella systemet som varit omöjliga att identifiera. Det är i ljuset av detta och inte minst det faktum att stora fallisemang har inträffat som kraven på reglering av marknaden har uppkommit.

3. EUs förslag rörande reglering av OTC-derivat, centrala motparter samt trade repositories

EU-kommissionen angav den 20 oktober 2009 att man avsåg att fullfölja intentionerna i G20-överenskommelsen och framlägga lagförslag under 2010 på området.⁸ I förslaget, som presenterades i september 2010, anges att förslaget är konsistent med motsvarande förslag i USA - den s.k. Frank-Dodd Act - och att det innehåller liknande krav vad avser rapportering av OTC-derivatkontrakt och clearing av kontrakt som är möjliga att cleara. Vidare redovisar förslaget ett ramverk för trade repositories samt förslag vad avser CCPs.⁹ Förslaget föregicks av omfattande konsultationer.

Förslaget syftar till en enhetlig reglering och omfattar såväl finansiella företag som icke-finansiella företag (förutsatt att dessa överskrider vissa tröskelvärden) samt samtliga kategorier av OTC-derivatkontrakt. Kravet för att ett kontrakt skall clearas gäller dock endast sådana kontrakt som uppfyller vissa krav,

⁸ EU-Kommissionen: "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions."

⁹ Avsnittet bygger på på EU-kommissionens förslag av september 2010, "Explanatory memorandum", den engelska översättningen.

exempelvis på likviditet i handeln. De skall vara "eligible" eller med ett svenskt ord "clearingbara". Kommissionen lämnar två förslag till hur vilka kontrakt som skall clearas fastställs. I det ena förslaget överlåter man till den berörda CCPn att fastställa detta med tillåtelse av den berörda tillsynsmyndigheten som i sin tur därefter skall informera ESMA.¹⁰ I det andra fallet överlåts det till ESMA att, i samråd med European Systemic Risk Board, fastställa vilka kontrakt som skall vara föremål för clearing. Det skall dock anmärkas att det saknas verktyg för att verkställa det andra förslaget. ESMA kan således inte framtvinga en clearing av ett visst instrument enligt förslaget till förordning. Däremot föreslås ESMA i annat sammanhang få möjlighet att förbjuda handel med ett visst instrument.

Förslaget slår också fast att det inte ska vara möjligt för parter som är skyldiga att cleara sina kontrakt att undgå regleringen genom att inte ansluta sig till en CCP. Om en sådan part inte uppfyller kraven för att vara clearingmedlem hos en CCP skall en sådan part ingå avtal med en clearingmedlem för att därigenom få tillgång till en CCP såsom kund. För en CCP krävs för att en sådan skall få tillstånd att bedriva clearingverksamhet, att CCPn skall cleara kontrakt på icke-diskriminerande grunder, oavsett vid vilken marknadsplats eller motsvarande transaktionen gjorts.

Frågan om icke-finansiella företag behandlas i särskild ordning i förslaget. Förslaget innebär att sådana företag i princip är undantagna från regleringen, förutsatt att dessa företags OTC-derivatkontrakt inte uppgår till en sådan nivå och omfattning att de därigenom blir "systemviktiga". Skälet till undantaget är att icke-finansiella företag vanligtvis endast ingår derivatkontrakt som är en direkt följd av deras affärsverksamhet och inte med spekulativa motiv. Detta innebär i praktiken att icke-finansiella företag endast omfattas av förslaget för den händelse de är aktiva i OTC-derivatmarknaden och detta är av skäl som inte är direkt förknippade med deras affärsverksamhet. Skälet till att inte helt undanta sådana företag är emellertid att dessa i sin tur interagerar med finansiella företag, att vissa icke-finansiella företag kan ta systemviktiga positioner i OTC-derivatkontrakt samt för att undvika "regelarbiterage", dvs att ett finansiellt företag utför sina OTC-derivattransaktioner genom ett icke-finansiellt företag.

¹⁰ European Securities & markets Authority

Som framgår ovan kan ett icke-finansiellt företag ändå komma att betraktas som innehavare av positioner som kan anses vara av systemviktig storlek. För att betraktas som sådant skall företaget överskrida vissa tröskelvärden. Det första kriteriet för detta avser huruvida företaget sammantaget har ingått betydande positioner. I sådant fall inträder en anmälningsskyldighet för det berörda företaget. Det andra tröskelvärdet avser clearing. Om ett företag överskrider tröskelvärdet inträder clearingskyldighet för samtliga kontrakt och således inte enbart för den överskjutande delen.

För den händelse vissa kontrakt inte är möjliga att cleara skall alla företag, finansiella som icke-finansiella, ställa säkerheter för exponeringarna i kontrakten i enlighet med förslaget. Den modell som tidigare använts bl a i Sverige, nämligen att ställa ut krediter till motparten inom vilken de sedan kunnat göra OTC-derivattransaktioner kommer enligt förslaget inte längre att vara möjligt, utan faktiska säkerheter skall ställas för respektive kontrakt (artikel 8).

Förslaget omfattar också reglering av tillstånd för och tillsyn av CCPs. Av förslaget framgår att det är en uppgift för respektive nationell tillsynsmyndighet att utfärda och återkalla tillstånd samt utöva tillsyn över en CCP. Dock ges även här ESMA en central roll då ESMA bland annat skall utarbeta tekniska standards för tillämpningen av regleringen. Eftersom en CCP kommer att vara ett systemviktigt institut kommer berörda myndigheter att behöva utarbeta beredskapsplaner för att hantera kritiska situationer. Det ankommer också på ESMA att pröva CCPs från s.k. tredje land, dvs. från länder utanför EU-området. Ett villkor för att en sådan CCP skall ges tillstånd att bedriva verksamhet i EU-området är att CCPn ifråga är underställd tillsyn och verkar inom en jurisdiktion vars krav motsvarar de som gäller inom EU-området.

Utöver ovanstående föreskriver förslaget vissa organisatoriska och styrningsmässiga villkor för en CCP. Dessa omfattar frågor rörande intressekonflikter, krav på oberoende styrelseledamöter, hur riskkommittéer skall arbeta etc.

En CCP inträder som köpare för varje säljare och som säljare för varje köpare. Av detta följer att CCPn ikläder sig motpartsrisken för varje kontrakt den ingår. Likaledes innebär förslaget att en motpart till en CCP ikläder sig motpartsrisken mot CCPn ifråga. Förslaget innebär därför krav på strikt men icke-

diskriminerande villkor för tillträde, finansiella resurser och övriga garantier. En central del i förslaget är införandet av en defaultfond, vilket är ett kapital som skall tillföras av medlemmarna i CCPn i förhållande till sina respektive exponeringar (artikel 40). Fondens storlek skall endera motsvara en "default" från den största medlemmen, eller den näst och tredje största medlemmen om summan av de två sistnämnda är större. CCPn skall vidare minst dagligen inhämta säkerheter från samtliga clearingmedlemmar i förhållande till sina exponeringar (Artikel 39).

Som framgår ovan är det alltså ett antal delar av förslagets slutliga utformning som är okända i dagsläget. Av de utestående frågorna kan särskilt nämnas följande:

- Kommissionen och ESMA skall precisera vilka instrument som skall omfattas av obligatorisk clearing via CCPs
- Kommissionen och ESMA skall ange gränserna för de icke-finansiella företagens rapporterings- och clearingskyldighet
- En CCP skall begära beslut av ESMA om huruvida ett visst instrument anses vara lämpligt för clearing

Förslaget innehåller därutöver en pressad tidplan. Förhandlingar skall ske i Europarådet och EU-Parlamentet under hösten 2010 för ett antagande av förslaget under våren 2011. Vid halvårsskiftet 2012 skall ESMA framlägga sina förslag till standards och vid samma tidpunkt skall nationell lagstiftning som erfordras också finnas på plats, innefattande reglering av sanktioner, straffavgifter etc. Detta skall således ske senast vid samma tid som ESMA:s förslag till standards skall fastställas. Därefter skall reformen träda ikraft den 1 januari 2013.

I USA har motsvarande förslag till reglering beslutats enligt den s.k. Frank-Dodd Act. Förslagen har stora likheter men skiljer sig i ett väsentligt avseende och det är att enligt det amerikanska förslaget skall en viss typ av OTC-derivat även handlas på en börs eller elektronisk handelsplattform. Motsvarande förslag återfinns inte i den Europeiska versionen. Dock är det rimligt att förvänta sig att

den frågan behandlas i den pågående översynen av MiFiD, den s.k. "MiFiD Review".¹¹

4. Den svenska marknaden: Egenskaper och aktörer

Med undantag för den derivathandel som tidigt uppstod på vissa börser och marknadsplatser i USA var Sverige ett föregångsland vad gällde handel med derivat. Redan 1985 grundades Optionsmarknaden OM i Stockholm och erbjöd då derivathandel i framför allt optioner. År 1990 infördes SAX, det första elektroniska värdepapperhandelsystemet på Stockholmsbörsen och redan 1991 togs det första integrerade derivathandels- och clearingsystemet i drift i OM. Genom att tidigt introducera derivat som en naturlig del i kapitalmarknaden och inte minst genom den teknologiska utvecklingen har derivathandeln kommit att bli en betydande del av den svenska värdepappermarknaden.

Derivatmarknaden - såväl den standardiserade som OTC-marknaden - är således sedan länge en integrerad del i den svenska värdepappersmarknaden och därmed också av betydelse för den svenska värdepappersmarknadens relativa attraktionskraft. I någon övergripande mening gäller att hur väl en kapitalmarknad fungerar, hur den är reglerad och hur tillsynen över den är utformad är, tillsammans med dess effektivitet, likviditet etc., väsentliga frågor för såväl de nationella som internationella aktörerna vid valet av en börs eller en marknadsplats.

Den svenska OTC-derivatmarknaden uppvisar en förhållandevis mångfacetterad bild vad gäller såväl produkter som aktörer. De aktörer som vanligtvis återfinns i marknaden är:

- Svenska och internationella affärsbanker
- Svenska och internationella värdepappersbolag
- Svenska och internationella import/exportföretag
- Svenska och internationella kapitalförvaltare
- Svenska och internationella pensionsförvaltare
- Centralbanker och motsvarande

¹¹ CESR har i oktober 2010 utarbetat s.k "Technical advise" (<http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7279>) samt CESR 10-1096

I den svenska marknaden är de stora affärsbankerna de huvudsakliga aktörerna. De mindre värdepappersbolagen har en viss andel av marknaden, främst genom sina s.k. strukturerade produkter. Dock domineras även denna delmarknad av de stora bankerna. De mindre värdepappersbolagen gör ibland OTC-derivatkontrakt men då vanligtvis genom valutaterminer mot slutkunder för institutioner och privatkunder till följd av aktieaffärer i utländsk valuta. De mindre värdepappersbolagen förefaller inte ha någon, eller i vart fall försumbar, del i industrins valuta-och ränteaaffärer.

I förteckningen ovan utgör centralbanker och motsvarande en, i jämförelse med de övriga, annorlunda aktör. En centralbank agerar emellanåt i marknaden av andra skäl än i vinstsyfte då deras mål inte är vinstmaximering utan vanligtvis endera är ett mål kopplat till en viss växelkurs eller en viss inflationsnivå. I och med detta kan en centralbank agera i marknaden för att påverka och uppnå en växelkurs eller en räntenivå som i annat fall inte skulle uppstå. Detta kan ske såväl i avistamarknaden (valutor) som i OTC-marknaden via s.k. repor för att genom likviditeten i systemet påverka räntebildningen.

*Tillgångsslagen*¹²

Ett alternativt sätt att försöka förstå marknaden är genom att gå igenom de produkter som förekommer på OTC-marknaden. Det ligger i OTC-marknadens natur att marknadens kontrahenter kan avtala vilka affärer de vill och så länge de har möjlighet att prissätta produkterna i ett risk-och avkastningsperspektiv finns förutsättningar för att ingå avtal. De kontrakt som dock vanligtvis ingås omfattar:

- Aktier eller aktieindex (optioner eller terminer)
- Valutor (optioner, terminer och swappar)
- Räntor (optioner, terminer och swappar)
- Råvaror (metaller, jordbruksprodukter, olja etc)

¹² En intressant fråga som uppkommit i sammanhanget är frågan om aktielån. Aktielånemarknaden är till sin natur "evig" innebärande att en utlånad aktie är utlånad tills vidare och upphör först när låneavtalet sägs upp. I den meningen skulle därför aktielån kunna betraktas som ett OTC-kontrakt. Dock är det för närvarande inte troligt att aktielån kommer att omfattas av den föreslagna regleringen då det i teknisk mening inte är ett derivat, dvs ett finansiellt instrument vars värde är en funktion av värdet av ett underliggande instrument. S.k "Short selling" kommer emellertid att bli föremål för en egen EU-gemensam reglering.

Marknadens storlek

Det är inte möjligt att skaffa en helhetsbild över den svenska OTC-derivatmarknadens storlek. Bedömningar som görs av marknadsaktörerna och marknadsplatsen är dock förhållandevis enhetlig, nämligen att OTC-marknadens storlek uppgår till ungefär samma storlek som den standardiserade marknaden. Om aktielånemarknaden betraktas som en del av OTC-marknaden är dock denna marknad vida större.

Uppgifter finns dock om den standardiserade marknaden storlek, vilken framgår av nedanstående tabell. Uppgifterna avser perioden 2010 (till och med 20 oktober)¹³

| Instrument | Total omsättning i SEK |
|---------------|------------------------|
| Index futures | 5 398 273 053 507 |
| Indexoptioner | 29 767 204 631 |
| Aktieterminer | 19 017 460 503 |
| Aktieoptioner | 20 820 724 101 |
| Ränteterminer | 38 276 550 000 000 |
| Ränteoptioner | 31 341 900 |
| Summa | 43 744 459 784 643 |

Som framgår av tabellen ovan utgör ränteterminerna den i särklass största produkten.

Produkterna

Vid en genomgång av de kontrakt som ingås på marknaden och de bakomliggande motiven för kontrakten framträder en bild av tre olika kategorier av derivat.

Den första kategorien utgörs av de standardiserade derivaten. Dessa handlas på börs eller marknadsplats och är redan idag föremål för clearing.

¹³ Uppgifter från NasdaqOMX

Den andra kategorien är vad som kan kallas för "look-alikes". Med denna kategori avses kontrakt som speglar de standardiserade derivaten till sin utformning och villkor och därmed skulle vara fullt möjliga att cleara redan idagsläget. Denna typ av kontrakt innebär således att kontrahenterna ikläder sig clearingrisken och anser att den motpartsrisken de ikläder sig kompenseras av den kostnad de undviker genom att inte göra motsvarande kontrakt på en börs eller en marknadsplats.

Den tredje kategorin av kontrakt är vad som kan kallas "rena OTC-kontrakt". Detta är kontrakt som är skräddarsydda utifrån ett visst önskemål eller behov.¹⁴

"Look-alike-kontrakten" förtjänar vissa kommentarer. Denna marknad har uppkommit till följd av att kontrahenterna är beredda att ikläda sig de motpartsriskerna som är förenade med att ingå kontrakten utan att dessa clearas, dvs. man är beredda att fullt ut ikläda sig motpartsriskerna från såväl bankens sida som från kundens sida. I den meningen är det ett aktivt beslut vars fördelar får anses överväga dess nackdelar eller risker, i vart fall för parterna. I praktiken blir detta därmed - i teoretisk mening för varje kontrakt - ett kreditbeslut i banken. Det är också så de får anses behandlas, eftersom den kund som är motpart till banken ofta har en kreditlimit hos banken inom vilken kontraktet görs. Detta innebär att säkerheten, i vart fall till viss del, utgörs av kreditutrymmet. I normalfallet flyttas inte några säkerheter mellan kontrahenterna i sådana fall utan säkerheten utgörs således av det beviljade kreditutrymmet i banken. Valet att medge ett sådant utrymme samt dess storlek avgörs bl.a. av bankens kreditbedömning av motparten och bankens egen förmåga att riskavtäckta exponeringen.

"Look-alike-kontrakten" synes vara en marknad som mer eller mindre i sin helhet är förbehållen de större bankerna. Detta kan delvis förklaras av deras kundstruktur men även - och möjligen i större utsträckning - att detta är en verksamhet som kräver omfattande systemstöd för bl.a. riskhantering, kontraktsbevakning etc. som för närvarande primärt de större bankerna har tillgång till och finansiella resurser att såväl utveckla som att underhålla. Detta systemstöd krävs för att hantera säkerheter och marginaler och systemen måste dessutom interagera med bankens övriga interna system. Kraven på

¹⁴ I den utländska litteraturen, liksom i de arbeten som föregått förslaget till reglering används vanligtvis termerna "Bespoked contracts" eller "Tailor made contracts" för denna kategori av OTC-derivat.

systemen är höga och innefattar bl.a. att de säkerhetsberäkningar som görs i systemen bl.a. matchar de aktuella börsernas och clearinginstitutens regelverk löpande. Ekonomiskt kräver investeringarna, som är betydande, att det finns en viss storlek i form av antal kunder etc. Även om det finns standardsystem att köpa så är dessa förhållandevis dyra och kräver därtill betydande kostnader för anpassningar etc. Därför är systemen i allmänhet egenutvecklade och kunderna är vanligtvis knutna mot de existerande systemen, vilket i sig utgör en inträdesbarriär för nya aktörer.

Vidare kan koncentrationen till storbankerna förklaras av deras möjligheter och erfarenhet av kreditgivning. Som redovisats ovan är denna typ av kontrakt snarare - eller i vart fall partiellt - att betrakta som en kredit.¹⁵ Kontraktens volymmässiga storlek är därtill av sådan storlek att de till sin natur endast är de större bankerna som av olika anledningar, inte minst av risk-och kapitaltäckningsskäl, kan erbjuda dessa i någon större volym.

Ränteswappar

En ränteswap innebär att två parter byter ränteströmmar med varandra, dock utan att något kapitalbelopp faktiskt byts. Kapitalbeloppet används endast såsom bas på vilken storleken på ränteflödena beräknas. Detta skiljer en ränteswap från t ex en valutaswap, som innebär att även det faktiska kapitalbeloppet berörs.

En ränteswap kan utgöras av att två parter byter en fast ränta denominerad i en valuta mot en rörlig ränta i samma valuta. Likaså kan en ränteswap bestå i att en aktör byter en ränta i en valuta mot en ränta i en annan valuta. Instrumentet kan användas såväl i hedgingsyfte men även för spekulativa ändamål.

Antag att en kapitalplacerare har investerat i en femårigt obligation till en viss ränta. För att finansiera denna investering har förvaltaren lånat investeringsbeloppet till en räntekostnad som fastställs i förhållande till Libor på tre månader (vanligtvis med en viss marginal). Utfallet av investeringen blir

¹⁵ Beskrivningen kan ge upphov till en viss konceptuell förvirring. OTC-derivatkontraktet är den slutliga transaktion mellan parterna som är den slutliga affären. En förutsättning för denna är i normalfallet att det finns ett kreditbeslut inom vilken kontraktet kan göras. Således blir en fungerande kreditprocess ett fundamentalt inslag i processen.

därmed beroende av obligationens fasta ränta och den rörliga ränta som betalas på lånet.¹⁶ Förvaltaren har därmed inte en matchning mellan sin investering och sin finansiering. Placeraren kan då ingå ett ränteswapavtal, varvid han åtar sig att under fem år betala en fast ränta i utbyte mot att få en rörlig ränta motsvarande Libor (ev. inkl. en viss marginal). På så sätt har förvaltaren låst in den s.k. räntespreaden mellan den korta Libor-räntan och den långa obligationsräntan och därmed undanröjt ränterisken. Det placeraren därmed har låst in är summan av skillnaden mellan den fasta ränta han erhåller och betalar plus skillnaden mellan den rörliga ränta han erhåller och betalar. Denna typ av ränteswappar är vanliga för hedgingändamål.

En hedgefondförvaltare kan t ex ha en viss marknadsvy avseende en viss valuta och/eller ränta eller en viss region. Förvaltaren kan då via en ränteswap skapa en lång position i den ränta som han har hög avkastningsprognos för. Swapmarknaden är till sin karaktär gott som uteslutande en OTC-marknaden.

Den s.k. swapmarknaden har i flera fall kommit att bli vad som kallas "marknadsbärande" och swapräntan blir då den "benchmark" från vilken övriga räntor prissätts. Under senare år har en swapränta som är knuten till "overnight-räntor", snarare än Libor, ofta kommit att bli den ränta som betraktas som den riskfria räntan. Denna swapränta kallas OIS ("Overnight Indexed Swaps"). Swapräntemarknaden är kanske den mest likvida räntemarknaden och medger möjligheter för såväl korta som långa positioner med försumbar likviditetsrisk, något som inte är möjligt, i vart fall på samma sätt, i avistamarknaden. Från swap-derivaten har också bland annat s.k. "swaptions" utvecklats som är "derivat på derivatet" och som volymmässigt är en mycket stor marknad.

En av de största aktörerna i den svenska swap-marknaden är bostadsfinansieringsinstituterna. Dessa är stora låntagare i marknaden för vidareupplåning till bostadsfinansiering. Swap-marknaden ger instituten möjlighet att hedga sin ränterisk som uppstår i den bristande matchning som uppkommer i den egna upplåningen i förhållande till den egna utlåningen.

¹⁶ Libor - London Interbank Offering Rate - är en referensränta som vanligtvis används för att fastställa en rörlig räntenivå

Strukturerade produkter

Som nämnts ovan utgör s.k strukturerade produkter en betydande marknad för vilken förekomsten av OTC-derivat har en central betydelse. Strukturerade produkter finns i en mängd olika utformningar och erbjuds av ett stort antal leverantörer på den svenska marknaden, såväl nationella som internationella. Även om strukturerade produkter tillhandahålls av såväl större som mindre aktörer domineras den svenska marknaden huvudsakligen av de större bankerna. Strukturerade produkter är, åtminstone till sin volym, en privatkundsprodukt. Produkternas betydelse för OTC-derivatmarknaden motiverar därmed en särskild behandling i detta sammanhang.

Strukturerade produkter är ett samlingsnamn för en mängd olika produkter. Syftet med produkterna är att inom en och samma "paraplyprodukt" kunna kombinera egenskaper från olika typer av värdepapper i kapitalmarknaden. Den i särklass största produkten har kommit att bli aktieindexobligationer, en produkt som syftar till att ge exponering mot aktiemarknaden men med ett kapitalsskydd. Över tiden har dock en mängd olika strukturerade produkter utvecklats men det gemensamma för dessa är att de utgör ett finansiellt instrument med egenskaper som kan härledas till andra finansiella instrument för att därigenom åstadkomma en viss eftersträvd riskprofil. Bland de vanligaste typerna finns indexobligationer och strukturerade certifikat.

En indexobligation innebär vanligtvis att kunden tar del av uppgången på den marknad vars index ingår i produkten samtidigt som det nominella beloppet är skyddat från värdeminskning.¹⁷

Strukturerade certifikat innehåller inget kapitalsskydd och har därmed en högre risk än indexobligationer. Ett strukturerat certifikat, liksom en indexobligation, är ett värdepapper vars värde är beroende av värdeutvecklingen på ett eller flera underliggande tillgångar. Dock innehåller ett strukturerat certifikat ingen underliggande obligation utan produkten är konstruerad med hjälp av ett antal olika derivatinstrument.

¹⁷ Detta är avsikten med en kapitalsskyddad indexobligation. Produkten behöver dock inte vara kapitalsskyddad utan kan även vara endast delvis skyddad eller inte alls. I marknadens begynnelse var aktiemarknaden det vanligaste indexet, men nu finns även andra marknader såsom t ex valutor eller råvaror. I princip kan vilken marknad som helst användas, förutsatt att avkastningen är möjligt att mäta. I sin mest typiska form är därmed en indexobligation en s.k. nollkupongsobligation men där kupongen vid periodens slut inte utgörs av en ränta utan avkastningen är en funktion av marknadsavkastningen för den valda marknaden.

Marknaden för strukturerade produkter är beroende av att det finns en fungerande OTC-derivatmarknad, även om börshandlade derivat också används. Genom denna marknad har det varit möjligt att separera investerarens behov av en viss marknadsexponering från emittenten av produktens behov av kapitalanskaffning. För detta krävs en fungerande interbankmarknad för OTC-derivat då dessa kontrakt är helt "skraddarsydda" och inte fullt ut tillhandahålls via den standardiserade marknaden.

Volymerna för strukturerade produkter är betydande. Under 2009 emitterades produkter till ett nominellt värde av 55,1 miljarder SEK. Under det första sex månaderna 2010 emitterades produkter motsvarande 24,5 miljarder SEK och den utestående volymen uppgick vid halvårsskiftet 2010 till 174,7 miljarder SEK. Vid samma tidpunkt fanns hos Euroclear totalt 4500 registerförda warranter.¹⁸

Näringslivet och dess behov

Som nämnts tidigare är svensk industri beroende av en fungerande derivatmarknad för sin affärsverksamhet. Möjligheterna att kunna valutasäkra sin exportverksamhet och sina offerter i utländska valuta är väsentliga för den svenska industrins konkurrenskraft men i någon mening också för aktiemarknaden, då avsaknaden av en sådan derivatmarknad skulle kunna resultera i större svängningar i företagens resultat än vad som nu är fallet till följd av valutakursförändringar.

Svensk industri, liksom den Europeiska industrin i övrigt, är därtill relativt sett mer beroende av bankfinansiering i olika former jämfört med vad som är fallet i t.ex. nordamerika då den europeiska marknaden för företagsobligationer är väsentligt mindre och detta är inte minst fallet i Sverige. Såsom framgått omfattas inte näringslivets OTC-derivattransaktioner av regleringen, under förutsättning att dessa dels görs inom ramen för näringslivets affärsverksamhet och sker i hedgingsyfte, dels inte uppgår till vissa tröskelvärden. Dock, för så vitt derivattransaktionerna sker i spekulativt syfte omfattas de av regleringen och skall därför omfattas av den obligatoriska clearingens om instrumentet i

¹⁸ Uppgifter från Euroclear Sweden. Emissionsvolymer för warranter redovisas inte.

fråga är av den arten samt omfattas av de kommande kraven på ställande av säkerheter.

Myndigheter

Ett flertal svenska myndigheter har intressen i frågan om OTC-derivat, endera som tillsynsmyndighet (Finansinspektionen), vårdnadshavare av den finansiella stabiliteten (Riksbanken) eller som marknadsaktör (Riksgälden). I vissa fall kan de svenska myndigheterna uppträda i mer än en kapacitet.¹⁹

Ur marknadssynpunkt intar Riksgälden en särskilt intressant ställning. Riksgälden uppträder såsom kontrahent i marknaden i sin kapacitet som ansvarig för förvaltningen av statsskulden genom emissioner, OTC-derivat, garantigivning etc. Då Riksgälden uppträder såsom svenska staten är därför frågan om hur instrument i svenska kronor hanteras i en kommande ny regulatorisk miljö väsentlig. För närvarande får Riksgälden enbart göra affärer med motparter som har ratingen AAA eller motsvarande. I en framtida CCP-miljö kommer detta att förändras då de kontrakt som ingår i en framtida clearing inte kommer att ha bilaterala motparter såsom nu är fallet utan motpartsrisken istället kommer att vara mot den CCP som parterna väljer att använda. Att den CCPn har kapacitet att cleara kontrakt i svenska kronor är av betydelse för Riksgälden.

5. Påverkan, slutsatser och överväganden

I det följande diskuteras några frågeställningar kring förslaget utifrån tre olika utgångspunkter. Inledningsvis diskuteras vilka effekter som kan förväntas uppkomma för det finansiella systemet och den finansiella stabiliteten och därefter diskuteras några tänkbara effekter för de finansiella aktörerna och då särskilt banker och finansiella intermediärer. Redovisningen avslutas med en diskussion kring några tänkbara lokala effekter för ett land som Sverige.

¹⁹ Riksbanken och Finansinspektionen har den 9 juli 2010 avgett ett gemensamt yttrande till EU-kommissionen avseende förslaget. Den intresserade läsaren hänvisas till detta yttrande.

*Tänkbara effekter på det finansiella systemet*²⁰

Reformen syftar i sin förlängning till att minska riskerna i det finansiella systemet. I den delen är tre inslag i reformen centrala. Det första är att öka andelen clearade derivat. Det andra inslaget är att genom transaktionsrapporteringen via trade repositories öka genomlysningen av marknaden för att underlätta för de myndigheter med ansvar för tillsynen att tidigare identifiera koncentrationsrisker i systemet. Även för kontrahenterna är ett sådant system till fördel då detta minskar riskerna även för deras del eftersom detta reducerar risken för att transaktioner görs med motparter där koncentrations- och motpartsrisken är för hög. Det tredje inslaget är att öka säkerheten för de transaktioner som alltjämnt kommer att göras utanför clearingsystemet genom högre säkerhetskrav.

CCP och dess reglering

I ett globalt perspektiv, men även ur ett europeiskt, är den svenska marknaden en liten marknad. Den finansiella krisen och de svårigheter denna inneburit för banksystemet har inte gått spårlöst förbi, även om de svenska bankerna ansetts stått väl rustade. Ett av syftena med reformen att i någon mening flytta ut motpartsriskerna ur banksystemet och istället placera dem centralt på annan plats, i detta fallet hos en CCP. Frågan dyker då upp om detta i sig innebär en reduktion av den samlade mängden risk i systemet eller om den bara uppträder på annan plats? Svaret på frågan är att reformen rent faktiskt innebär en riskreduktion, men bara under vissa förutsättningar. En väsentlig sådan förutsättning är förekomsten av s.k. "nettning", dvs. att en clearingmedlems samlade tillgångar och skulder mot en CCP nettoberäknas.²¹ En annan väsentlig förutsättning är att det finns enhetliga krav på hur verksamheten inom en CCP skall bedrivas. Gracie visar att förekomsten av för många, små CCPs faktiskt kan öka systemrisken jämfört med den nuvarande situationen.²² Det är därför viktigt att en CCP är så robust att den även förtroendemässigt uppfattas som en minst lika bra motpart som vad en bilateral motpart skulle utgöra. Då CCPs i förslaget förväntas vara kommersiellt drivna företag inställer sig därför frågan vad dessa skall använda för konkurrensmedel. Det är angeläget att slå fast att en CCP's konkurrensmedel

²⁰ Den systemiska effekten på aggregerade nivå behandlas i Gracie 2010. I detta sammanhang behandlas således bara frågor av omedelbart nationellt intresse.

²¹ En redogörelse för hur nettningen minskar den aggregerade risken finns i Gracie (2010)

²² Gracie a.a.

inte får vara dess riskhanteringssystem, eftersom detta skulle kunna leda till ett s.k. "race to the bottom", dvs att lägre krav på säkerheter, omotiverat låga avgifter etc blir ett konkurrensmedel. Ett väsentligt konkurrensmedel torde, utöver riskhanteringssystemet, emellertid vara att CCPn ifråga har en naturlig likviditet i de produkter respektive i den valuta som kontrahenterna tillför clearinginstitutet för clearing.

Kapitaltäckning

I detta sammanhang kan det också vara på sin plats att kort nämna frågan om bankernas kapitaltäckning. En bank är skyldig att upprätthålla ett visst eget kapital i förhållande till de risker banken ikläder sig i sin verksamhet.²³ I detta sammanhang innebär de nuvarande kapitaltäckningsreglerna i korthet att derivat som clearas inte åsätts någon risk i kapitaltäckningshänseende och därmed inte påverkar en banks kapitaltäckningskvot. Ett OTC-derivat som inte clearas gör dock detta, i vart fall i normalfallet utifrån den motpartsrisk som banken ikläder sig för den aktuella transaktionen. Under 2009 och 2010 har den s.k. Basel-kommittéen utarbetat förslag till nya kapitaltäckningsregler för banker, de s.k. Basel III-reglerna. Dessa regler syftar bl.a. att göra kapitaltäckningseffekten för icke-clearade derivat dyrare än de nuvarande reglerna. Utöver detta uppkommer frågan hur en banks bidrag till en s.k. default-fond skall hanteras. Detta är ju ett kapital som fullt ut är riskbärande då det är syftet med själva fonden. Bortsett från detta innebär dock den föreslagna reformen i kombination med de nya reglerna i Basel III att den ökade graden av clearing och därmed i vissa fall reducerat kapitalkrav för OTC-derivat – jämfört med den kapitaltäckning som i vissa fall görs enligt de nuvarande reglerna idag - för vissa aktörer kan komma att frigöra ett riskbärande utrymme i banksystemet. En fråga för det finansiella systemet är därmed hur bankerna i sin kommersiella verksamhet kommer att utnyttja ett sådant utrymme. Då bankverksamhet är en konkurrensutsatt verksamhet ligger det i sakens natur att detta utrymme över tiden kommer att utnyttjas för att om möjligt öka avkastningen på det riskbärande kapitalet.

OTC-derivat och strukturerade produkter

Som nämnts tidigare är en inte oväsentlig del i den svenska marknaden för OTC-derivat hänförlig till strukturerade produkter. De strukturerade

²³ Reglerna för kapitaltäckning är förhållandevis komplicerade och behandlas därför inte i detalj.

produkterna är dock i sig inte ett OTC-derivat utan dessa utgör en beståndsdel i den "paraplyprodukt" som den strukturerade produkten utgör. Dessa OTC-derivat har hittills varit unika för varje enskild produkt och kommer således med stor säkerhet, så länge de utformas på samma sätt, inte att omfattas av den obligatoriska clearingen då en CCP-clearing inte är ändamålsenlig och inte heller erbjuder några administrativa fördelar. Det är därför rimligt att anta att dessa även fortsättningsvis kommer att vara bilaterala. Effekten av detta är dock att de kommer att åsättas ett större säkerhetskrav, vilket i sig innebär en fördyring av produkterna. I vilken utsträckning denna fördyring i slutändan får bäras av slutkunderna eller om kostnaderna helt eller delvis stannar hos leverantören av produkten återstår att se och är i någon mening beroende av såväl konkurrenssituationen som transparensen i prissättningen. Dock är det inte osannolikt att en strävan kan komma att ske mot en standardisering av de produkter som är möjliga att standardisera, även inom strukturerade produkter samt att andelen standardiserade derivat ökar ytterligare. Effektivitets- och kostnadsskäl skulle i vart fall tala för en sådan utveckling.

Intern styrning och kontroll av CCPs

Etablerandet av en CCP är ett kommersiellt beslut av dess huvudman, likväl som beslutet att delta i denna såsom clearingmedlem etc. är ett kommersiellt beslut av aktörerna. I detta sammanhang är det därför angeläget att beröra kraven för att en CCP skall få bedriva clearingverksamhet. I förslaget aviseras ett antal regulatoriska och styrningsmässiga krav för en CCP innefattande bl.a. krav på styrelsens sammansättning, krav på riskkommitté, dess ställning och sammansättning etc. Det ligger i sakens natur att dessa krav blir allt mer accentuerade där clearingorganisationen är ekonomiskt och organisatoriskt sammankopplad med marknadsplatsen eller med clearingmedlemmarna. Sammankopplingen med clearingmedlemmarna är exempelvis en stor fråga i USA. I detta sammanhang fokuseras dock på sammankopplingen med marknadsplatsen. I debatten förs från tid till annan fram det s.k. "silo-argumentet". Detta argument avser frågan om att en CCP har ett organisatoriskt och/eller ekonomiskt samband med en börs eller en marknadsplats och att det därmed finns vissa infrastrukturella risker med att marknadsplatsen har ett dominerande operativt eller ekonomiskt inflytande över clearingorganisationen. I någon principiell mening kan en sådan organisation te sig tveksam då det ur samhällelig mening kan finnas intresse av

att hålla dessa två funktioner separerade. Mot detta talar dock betydande effektivitetsvinster som, i avvaktan på att en marknad där det finns interoperabilitet mellan olika CCPs, ändå har betydelse.²⁴ Frågan om en tvingande interoperabilitet har diskuterats under lång tid på Europeanivå men det har av olika skäl, inte minst tekniska, inte varit möjligt att finna en lösning. Detta utesluter dock inte att en lösning kan komma i framtiden. En sådan lösning ligger dock relativt långt fram i tiden, varför de negativa effekterna av en s.k. silo-lösning måste vägas mot de effektivitetsvinster en sådan ger upphov till.

En lösning där detta inte skulle tillåtas skulle emellertid antagligen försvåra etablerandet av en CCP, i vart fall i en liten marknad som Sverige, varför det ändå måste anses rimligt att acceptera en sådan lösning, dock under förutsättning att såväl marknadsplatsen som CCPn kan visa att de risker som ligger till grund för Silo-argumenten, liksom de s.k. governance-krav i övrigt i förslaget, är tillfredsställande omhändertagna. Det ankommer dock på tillsynsmyndigheterna att pröva detta utifrån de detaljerade anvisningar som EU-kommissionen kommer att utfärda.

Transaktionsrapportering

Frågan om trade repositories har också kommenterats av vissa av marknadsaktörerna. Den information som en trade repository kommer i besittning av är av stort kommersiellt värde och skyddet av denna information är en väsentlig fråga för de som bidrar till detta informationsflöde. (En med detta sammanhängande fråga är frågan om hur långt transparenskraven över tiden kommer att gå. I händelse av att denna omfattar t.ex. ställande av priser i vissa instrument etc. kan en för omfattande transparens innebära att vissa aktörer inte kommer att kunna ställa priser av olika skäl.)

Tänkbara effekter för marknadens aktörer

Handeln med OTC-derivat i Sverige har i stor utsträckning hittills varit en fråga för de större svenska bankerna med tillägg av någon eller några icke-svenska banker. Det är i princip två större produktgrupper som är föremål för handeln,

²⁴ Med interoperabilitet menas att en uppsättning CCPs har sammankopplade system innebärande att dessa kan interagera med varandra. Interoperabilitet får bl.a. till sin effekt att en clearingmedlem skulle kunna få tillgodoräkna sig nettoeffekten av säkerheter i ett system med flera CCP och därmed bara behöva ställa säkerhet vid ett tillfälle.

nämnligen ränteswappar och OTC-derivat som ingår som en del i strukturerade produkter. En betydande aktör för ränteswapparna är bankernas egna bostadsfinansieringsinstitut, medan de strukturerade produkterna i allt väsentligt är produkter utformade för och distribuerade till privatpersoner.²⁵ Vad gäller ränteswapparna torde det stå klart att dessa är produkter som med stor säkerhet kommer att omfattas av clearingkravet, medan de strukturerade produkterna vanligtvis är så unika att de inte kommer att ha den grad av standardisering som krävs för att de skall vara "clearingbara", i vart fall inte omedelbart. Även valutaterminer är en tänkbar produkt för clearing. Reformen kommer att innebära en möjlig förändring i bankernas affärsrelationer med kunderna. Tidigare har, som nämnts ovan, en stor del av derivataffärerna gjorts inom ramen för de kreditlimiter som bankerna beviljat respektive kund. Detta innebär att bankerna i faktisk mening ställt ut lån till slutkunden för det säkerhetskrav som kunden har haft att ställa för kontraktet, innebärande att bankernas motpartsrisk på kunden i faktisk mening ökat jämfört med om kunden haft att ställa faktiska säkerheter. När säkerhetskraven gått över kreditlimiten har dock säkerheter inbetalats. Den föreslagna reformen innebär att detta antagligen inte längre kommer att vara möjligt utan faktiska säkerheter skall inbetalas i varje enskilt fall. Inget hindrar att bankerna beviljar en kredit till slutkunden men skillnaden innebär dock ett ökat betalningsflöde och ett förmodat fördyrande administrativt mellanled. De större bankernas relativt sett stora kreditkapacitet och de etablerade kreditprocesser och inte minst de tekniska systemstöd som dessa har tillgång till har gjort att inträdesbarriärerna för andra aktörer på den här typen av marknad antagligen varit relativt höga. En fråga som inställer sig är i vilken utsträckning reformen innebär att detta kommer att ändras.

Det är rimligt att anta att kravet på faktiska säkerheter för de clearade derivaten liksom de ökade säkerhetskraven för de icke-clearade produkterna kommer att innebära en generell fördyring för OTC-derivatmarknaden, i vart fall initialt. Till detta kommer också den kostnad för kapitaltäckning som uppstår i Basel III. Ytterligare en fördyrande omständighet är att de juridiska

²⁵ Även om strukturerade produkter till största delen är riktade mot privatpersoner så finns det även en viss institutionell marknad. Någon exakt uppdelning på typer av investerare finns inte, men uppgifter från bankerna ger vid handen en betydande övervikt för privatkunder.

och administrativa omkostnaderna kommer att öka.²⁶ Dock torde dessa kostnader vara av engångskaraktär i den meningen att en ny standard på sikt kommer att etableras. Huruvida reformen i slutändan innebär en fördyring eller inte är således i dagsläget oklart. Såsom har påpekats av några av marknadsaktörerna innehåller marknaden redan idag ett antal kostnader, inte minst kostnader av bilateral natur. Det är rimligt att anta att sådana kostnader reduceras i takt med en ökad användning av clearing liksom i takt med en ökad standardisering.

Vilken lönsamhetspåverkan detta innebär är beroende av i vilken utsträckning de ev ökade kostnaderna kan transporteras vidare till kunderna eller kvarstannar som lönsamhetspåverkande kostnader för bankerna. Den sistnämnda frågan är beroende dels av vilken effekt reformen kommer att få på konkurrensen om de aktuella produkterna, dels i vilken utsträckning en ökad standardisering kommer att få på den totala tillväxten i marknaden.²⁷ I sammanhanget är det också frågan om vem som kommer att ta del av en ökad tillväxt av marknadsvolymen. I debatten framförs ibland att den ökade standardiseringen kommer att innebära att inträdesbarriärerna för nya aktörer kommer att minska, vilket borde öka förutsättningarna för nya aktörer att delta. Detta är emellertid inte en självklar slutsats, i vart fall inte omedelbart. För en aktör som idag inte är en del i marknaden kommer inträdesbarriärerna, i vart fall för att kunna konkurrera om de större affärerna, alltså vara betydande. Förutom eventuella systemtekniska investeringar kommer även möjligen krav att ställas på kapital för att delta i en defaultfond. Det skall dock noteras att flera av de aktörer som idag endera inte är aktiva i OTC-derivatmarknaden eller är aktiva i ringa omfattning dock är clearingmedlemmar i avistamarknaden hos NasdaqOMX redan idag. Utöver detta har NasdaqOMX ett antal direkta clearingmedlemmar av mindre storlek som clearar OTC-derivat inom "commodities" redan idag, om än enligt uppgift av mindre volym. Det är därför inte en orimlig tanke att en anslutning även för OTC-derivatclearing även för andra produkter kan komma att ske över tiden. Dock är det ytterst ett affärsmässigt beslut för respektive aktör. Klart torde dock emellertid vara att en ökad standardisering över tiden underlättar för fler aktörer att delta.

²⁶ Huvuddelen av de nuvarande kontrakten görs enligt avtal utarbetade av ISDA som kommit att bli marknadsstandard. De juridiska förutsättningarna för transaktionerna ändras i förslaget i grunden vilket innebär att en ny kontraktuell standard kommer att behöva utvecklas.

²⁷ Enligt principen "Det är bättre att äga en procent i Shell än en bensinstation!"

För närvarande är t ex den defaultfond som finns inom NasdaqOMX i sin helhet finansierad av NasdaqOMX. I förslaget ingår att denna emellertid alltid skall finansieras kollektivt. De små och medelstora aktörerna som väljer att inte själva bli clearingmedlemmar, hos NasdaqOMX eller någon annan, kommer därför att tvingas delta i clearinggen via någon annan clearingmedlem, något som i ett antal fall förekommer redan idag i avistamarknaden. Detta innebär ett administrativt och kostnadspåverkande mellanled. En förväntad ökad transparens i prissättningen kan dock medföra en ökad rörlighet i marknadsandelarna, i vart fall på marginalen, mellan de större aktörerna som är aktiva i marknaden idag. Över en längre tidsperiod kan dock, som angetts ovan, en ökad standardisering underlätta för nya aktörer att delta i marknaden.

På sikt är det även möjligt att en ökad likviditet i den standardiserade marknaden attraherar nya aktörer. I vilken utsträckning detta kommer att ske är delvis beroende på hur de större aktörerna parerar den minskade inlåsningseffekten som möjligen kan komma av att den nuvarande modellen för kreditgivning för säkerhetskraven upphör. Den minskade inlåsningseffekten kan i och för sig tänkas komma slutkunderna till del genom en ökad transparens i prissättningen. Dock är en stor del av den nuvarande marknaden bankinternt genererad via ränteswapparna och de strukturerade produkterna så det är oklart om det kommer att uppstå några dramatiska förändringar i de relativa marknadsandelarna.

Sammanfattningsvis är det osäkert om reformen kommer att medföra några större strukturomvandlingar på den svenska marknaden, i vart fall i det korta perspektivet. Ett rimligt antagande är emellertid att lönsamhetsnivån inledningsvis, i vart fall på marginalen, kommer att minska då en ökad marknad möjligen inte kompenseras för de eventuella fördyringar som reformen initialt kan komma att innebära och en ökad transparens i prissättningen antagligen gör det svårare att transportera hela den eventuella fördyringen till slutkunderna. Detta är i sig dock en omständighet som kan verka i riktningen att flytta en del av volymerna till den standardiserade marknaden. Det förtjänar dock att nämnas att någon uttömmande analys av reformens exakta kostnadseffekter inte är möjlig att göra i nuvarande skede.

Vissa frågor av nationellt intresse

En CCP är beroende av stora flöden av instrument och transaktioner för att kunna erbjuda en effektiv clearingverksamhet. Det är därför sannolikt att

etablerandet av CCPs kommer att styras till de marknader där de stora flödena finns och i Europa därmed i första hand till London och eventuellt någon eller några andra platser. Detta återstår emellertid att se.

För svenskt vidkommande är det några särskilda omständigheter som förtjänar särskild uppmärksamhet i samband med diskussionerna kring CCPs och inte minst deras etablering, nämligen den lokala marknadens relativa storlek samt den egna valutan.

Medlemskap i en eller flera CCPs?

Den stora aktören i Europa är i dagsläget LCH, London Clearing House, och en betydande del av den europeiska clearinggen sker där. I avvaktan på interoperabilitet är det därför nödvändigt för en aktör att, förutsatt att denne önskar direkt tillgång till flera CCPs, vara clearingmedlem eller på annat sätt ansluten till minst två CCPs. Den direkta ekonomiska nyttan av detta kan diskuteras, i vart fall i det korta perspektivet då den innebär – i en framtida situation med clearingmedlemmarnas bidrag till defaultfonden – att en aktör inte bara behöver ställa s.k. "initial & variation margin" till två CCPs utan även kan behöva lämna riskkapitalbidrag till två defaultfonder.²⁸

Ur svensk synvinkel är frågan om en CCPs robusthet och därmed förmåga att hantera risker av central betydelse då utfallet av reformen kan bli att en stor del av clearingverksamheten kommer att ske utanför Sverige och därmed utanför direkt svensk kontroll och inflytande. Som framgått ovan innebär förslaget att de detaljerade bestämmelserna för clearingsverksamheten skall fastställas av EU-kommissionen på förslag av ESMA. Mot bakgrund av att de detaljerade bestämmelserna får betydelse för den svenska värdepappersmarknaden är det därför angeläget att Sverige aktivt såväl följer utarbetandet av detaljföreskrifterna inom ESMA men även aktivt söker påverka den detaljerade regleringen i den riktning som bedöms nödvändigt för att tillgodose säkerheten i driften av CCPs utifrån Sveriges intresse av en relativt sett liten men för landet betydelsefull värdepappersmarknad. Ett sådant intresse är bl.a. att kunna hantera likviditet i svenska kronor.

²⁸ Med "initial margin" menas den grundläggande säkerhet som inbetalas till CCPn medan "variation margin" är beroende av vilka transaktioner som aktören önskar "clearade".

En svensk CCP

För svenskt vidkommande finns det i detta sammanhang skäl att något uppehålla sig vid frågan om en CCP för clearing av OTC-derivat etablerad i Sverige. En sådan finns redan idag inom NasdaqOMX. Som nämnts tidigare är den svenska värdepappersmarknaden den största nordiska delmarknaden men i globalt och europeiskt sammanhang en förhållandevis liten marknad och frågan är om detta i sig utgör ett skäl att överväga en svensk CCP? I ett framtida europeiskt CCP-landskap går det därför att föreställa sig några olika scenarier.

I ett första scenario är samtliga direkta eller indirekta clearingmedlemmar i en större, europeisk CCP. Detta kan ske endera genom eget medlemskap eller genom att samarbete sker med andra, antagligen större, aktörer och att den clearing som skall ske genomförs genom sådana partners. Den svenska marknadens relativa storlek skulle kunna tala för en sådan utveckling liksom att en stor CCP attraherar stora flöden och därmed kan uppnå skalekonomiska fördelar, som skulle komma de svenska aktörerna tillgodo och de svenska aktörerna skulle då styra sina flöden till en sådan CCP. I ett sådant scenario är det frågan om en konkurrerande CCP i Sverige skulle ha några komparativa fördelar.

I ett andra scenario ansluter sig de svenska aktörerna till en svensk CCP och styr sina flöden till denna. För att detta skall ske måste en sådan CCP uppfattas som konkurrenskraftig, inte bara när det gäller att attrahera flöden utan också i de priser denna tar ut för clearingtjänsten, governancefrågor etc.

I ett tredje scenario är de svenska aktörerna medlemmar hos såväl en europeisk CCP (direkt eller indirekt) och en nationell CCP. En väsentlig förutsättning för att en svensk CCP kommer att få kommersiell bärkraft är att inte minst de svenska större bankerna tillträder en sådan såsom clearingmedlemmar. De svenska aktörer som uttalat åsikt i frågan säger att de självfallet kommer att rikta sina flöden till den clearingorganisation som har bäst förutsättningar att utföra clearingtjänsten. En svensk lösning bygger först och främst på att denna måste kunna uppvisa motsvarande funktionalitet och förutsättningar i övrigt som andra alternativa CCPs. Frågan uppkommer därmed om det för den svenska värdepappersmarknaden är viktigt med tillgång till en svensk CCP? Två principiella skäl skulle kunna tala för detta.

För det första innebär en tillgång till en lokal CCP ett alternativ till en eller flera större europeiska CCPs som kan ha en prispåverkande effekt på de avgifter som en stor CCP kan ta ut till följd av sin storlek för de produkter de clearar i en

mindre likvid marknad. För det andra är en CCP beroende av att ha vissa naturliga flöden för att kunna upprätthålla balans i förpliktelser och fordringar. En sådan balans är sannolikt väsentligt enklare om den sker i en stor valuta som Euro eller amerikanska dollar, jämfört med en liten valuta som svenska kronor. De svenska aktörerna har, om inte alltid så i vart fall ofta, transaktioner där svenska kronor i vart fall ingår i det ena s.k "benet". En CCP som har sin huvudverksamhet denominerad i svenska kronor har därför en viss fördel likviditetsmässigt i och med att huvuddelen av clearingflödet sker i svenska kronor.

Ett av syftena med reformen är att reducera risken i det finansiella systemet och därmed ytterligare stärka den finansiella stabiliteten. Förenklat kan man därför hävda att den eventuella koncentrations-och systemrisk som kan finnas hos marknadsaktörerna som innehar de motpartsrisker som OTC-derivaten nu ger upphov till flyttas till en CCP som har bättre förutsättningar att hantera dessa genom bl.a. förmågan till nettning. Å andra sidan ersätts, för i vart fall den här delmarknaden, samhällets tillsynsintressen över de finansiella aktörerna med tillsynsintresset över en CCP.

I ett scenario där clearingen sker i en större europeisk CCP kommer verksamheten att vara underställd den tillsynsmyndighet som utövar tillsyn i det land där CCPn bedriver sin verksamhet. I detta scenario har argument framställts att detta kommer, inom ramen för den slutliga regleringen, att ske under en annan jurisdiktion med få möjligheter till svenskt inflytande över svenska intressen utöver de som står till buds inom EU-samarbetet. Detta kan beröra frågor om operativ tillsyn men även frågor av mer allmän juridisk natur som tvistelösning, skadeståndsrättsliga frågor etc.

Diskussionen har vissa paralleller med den diskussion som förekom i Sverige under 2006-2007 i samband med Nasdaq's förvärv av OMX. Även då diskuterades huruvida det var lämpligt att den svenska marknadsplatsen skulle ägas av en, i detta fallet, amerikansk aktör och i så fall vilken påverkan detta skulle få för frågor rörande teknikutveckling, övervakning, listnings-och noteringskrav etc. Svenska staten var vid den tidpunkten betydande ägare till OMX och tog ställning till förvärvet först efter det att det dåvarande Finansmarknadsrådet tillstyrkt förvärvet. Liknande argument framställdes även i anslutning till Euroclears förvärv av VPC. Det är således inte en ny företeelse att centrala funktioner i den svenska kapitalmarknaden kontrolleras av utländska ägare.

Mot bakgrund av ovanstående uppkommer därmed frågan om en CCP är av nationellt intresse? Om så är fallet kan en CCPs status och ställning bli relevant ur samhällelig synvinkel och komma att betraktas som en väsentlig del i den finansiella infrastrukturen. Likaså kan man ställa sig frågan om det är sannolikt att, även i ljuset av förslagets utformning innebärande att såväl CCPs som Trade Repositories skall vara privat- eller medlemsägda institutioner, en nation skulle kunna tillåta att en CCP fallerade? Blotta misstanken om detta skulle dels innebära att det skulle vara i praktiken omöjligt för en CCP att få clearingmedlemmar, än mindre få dessa att bidra till defaultfonden. Till detta kommer att marknadsaktörerna, även om man var clearingmedlem, vid den tidpunkt som misstanken uppkom, omedelbart skulle strypa flödet av transaktioner till en sådan CCP och rikta dessa till en alternativ clearingorganisation.

I ljuset av ovanstående kan det hävdas att det ligger en implicit statsgaranti för en CCPs verksamhet från det land där CCPn är etablerad, alldeles oavsett hur regleringen är utformad. Det faktum att lagstiftaren därtill tvingar in aktörerna i en CCP-lösning för den här typen av produkter innebär att lagstiftaren inte helt kan avhända sig ansvaret för att en CCPs funktion upprätthålls. Detta torde gälla oaktat i vilket land en CCP är lokaliserad i.

I förslaget till reglering kommer den nationella tillsynen att ske utifrån en gemensam europeisk standard. I och med detta kan tillsynsskäl i sig knappast vara ett tungt vägande argument för att en CCP skall lokaliseras i Sverige. Fråga måste då ställas om detta kan motiveras av andra skäl, såsom infrastrukturella-, valuta - eller konkurrensskäl? Ett sådant skäl skulle kunna vara ett behov av att säkerställa kapacitet i just den egna valutan. Om ett sådant skäl skulle anses vara tillräckligt bärande uppkommer frågan hur ett sådant eventuellt samhälleligt engagemang skulle kunna utformas?

Under de senaste årens finanskris har de samhälleliga insatser som gjorts för att upprätthålla de finansiella systemet i världen varit omfattande. I Sverige, liksom i många andra länder, infördes t.ex. under 2008 en statlig bankgaranti för de banker som uppfyllde villkoren för att ingå i ett sådant skyddssystem och som dessutom betalade de avgifter som en garanti gav upphov till. En debatt har förts under flera år kring frågan om vad som är rimliga privata kostnader för att uppnå samhälleliga fördelar. Det är emellertid rimligt att de som kommer i

åtnjutande av de fördelar samhällets skydd för finansiell stabilitet medför också, i vart fall över tiden, även betalar för detta.

I avvaktan på en diskussion om det finns några tungt vägande skäl för att på något sätt stimulera etablerandet av en svensk CCP är det inte meningsfullt att vidare diskutera hur en sådan stimulans skulle kunna utformas. Frågan innehåller därtill en uppsättning frågeställningar som inte är av trivial natur. Det ligger därtill inte inom denna rapports syfte att lämna förslag i denna del, utan detta är en fråga som bör diskuteras i särskild ordning, möjligen i samråd mellan de parter som har väsentliga intressen i frågan, såsom potentiella clearingmedlemmar, berörda CCPs samt företrädare för staten i dess olika kapaciteter.

Källförteckning och referenser

Rapporter

McKinsey & Company: Den svenska finansiella sektorns utveckling och utmaningar, 2009-06-17

MA Advisory: En CCP för aktiemarknaden, 2008-10-21

Gracie Andrew: Discussion paper on central clearing for OTC-derivatives for the Swedish Financial Market Round Table, 2010-10-06

EU

Europakommissionen: Explanatory memorandum 2010/0250, september 2010

G20

Declaration on strengthening the financial system-London, 2009-04-02

Leaders statement the Pittsburgh Summit, 2009-09-25

Myndigheter etc.

Riksbanken & Finansinspektionen: Response by the Swedish authorities to the consultation by the Commission on derivatives and market infrastructure, 2010-07-09

Finansinspektionen: Standardisation in the derivatives markets, 2010-09-29

Financial Stability Board: Improving Financial Regulation, Report of the Financial Stability Board to G20 leaders, 2009-09-25

Tal och anföranden

Remarks of chairman Gary Gensler, US Commodity Futures Trading Commission on the OTC derivatives reform, September 2010

The \$100 Billion question, Andrew G Haldena, Executive Director Financial stability, Bank of England

Branschorganisationer

Nordic Securities Association

Position paper OTC derivatives, 2010-10-03

CESR re Consultation paper on standardisation and exchange trading on OTC derivatives, 2010-0-16

European Market Infrastructure Legislation (EMIL), 2010-05-06

Nordic securities Association response to CESR's consultation on guidance to report transactions on OTC derivative instruments, 2010-04-14

European Banking Federation

Response to CESR on transaction reporting on OTC derivatives and extension of the scope of transaction reporting obligation, 2010-08-13

Sveriges Fondhandlares Förening

Remissyttrande 2010-08-26 ang Ds 2010:12 Moderniserade regler för avvecklingsystem och finansiella säkerheter

European Commission's consultation of "Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets", 2009-08-31

Response to CESR/09-837 on Trade repositories in the European Union, 2009-11-09

Övriga intresse-och branschorganisationer

ISDA, AFME, NSA, BBA: Response to CESR/09-837 on Trade repositories in the European Union, 2009-11-09

AFEI, Assosim, FBF, LIBA: Post-trading in Europe; calls for consolidation, 2006-02-20

AFME, ISDA: Comment paper on EC proposal for Regulation on OTC derivatives, CCPs and trade repositories, 2010-10-06

ISDA: Research notes: Transparency and over-the-counter derivatives - the role of transaction transparency, 2009.

Övriga organisationer

Clifford Chance: Proposed regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, 2010-10-10

Övrig litteratur

Ross Sorkin, Andrew: To big to fail, Viking Penguin, 2009

Cooper, George: The origin of financial crises, Vintage Books, 2008

Cohan, William D.: House of cards, Doubleday, 2009

Paulson, Henry: On the brink, Business Plus Hachette Book group, 2010

Övriga svenska muntliga källor

Under arbetet har ett antal intervjuer genomförts med företrädare för huvuddelen av den svenska marknads intressenter. Dessa personer har bl a representerat de stora affärsbankerna, ett urval av de mindre värdepappersbolagen samt företrädare för branschorganisationer, marknadsplatsen och myndigheter. Huvuddelen av dessa har önskat vara anonyma av lätt insedda skäl. Således innehåller rapporten inga citat eller uppgifter som kan hänföras till någon enskild organisation eller person.