



# Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG

DAN HANQVIST

Obligatorisk clearing av OTC-derivat genom centrala  
motparter

Särtryck ur häfte 2/2014

# OBLIGATORISK CLEARING AV OTC-DERIVAT GENOM CENTRALA MOTPARTER

Av Dan Hanqvist<sup>1</sup>

*“There are no rules as to what an OTC derivative must look like, and few if any limits as to how it may be used.”*

—S K Henderson

*EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (“EMIR”), som började gälla i februari 2014, föreskriver obligatorisk ”clearing” av derivat som inte är föremål för handel på reglerade marknader, under förutsättning att derivatet tillhör en klass derivat som den Europeiska värdepappersmarknadsmyndigheten (“Esma”) har angivit ska clearas. Esma har nyligen publicerat de första listorna på sådana klasser; kommissionen har nu att genomföra Esma:s listor genom tvingande rättsakter. Artikeln diskuterar vad som avses med ”clearing”, liksom vilka parter som omfattas av clearingkravet. Artikelnen går också igenom vad som krävs för att ett derivat ska kunna clearas på det sätt EMIR förutsätter och vad Esma och kommissionen har anfört beträffande processen för att fastställa vilka derivat som ska omfattas av clearingkravet. Vidare berörs de risker som uppstår vid clearing och de krav på säkerheter som ställs. Artikelnen avslutas med sammanfattande och kritiska kommentarer.*

## I. INLEDNING

På toppmötet i Pittsburgh den 26 september 2009 enades G20-ledarna om att alla standardiserade OTC-derivat (d v s derivat som inte ”handlas” på en organiserad marknad; ”OTC” står för ”over-the-counter”)<sup>2</sup> senast från slutet av 2012 skulle ”clearas” via en ”central motpart” (en *central counterparty*, ”CCP”) och att OTC-derivat skulle inrapporteras till transaktionsregister; G20-ledarna bekräftade sitt åtagande i juni 2010 och åtog sig även att påskynda genomförandet av kraftfulla åtgärder för att förbättra OTC-derivatens transparens och tillsyn på ett ur internationellt perspektiv konsekvent och icke-diskrimi-

<sup>1</sup> Advokat, jur kand, fil kand, LLM (Edin), Finance & Regulatory Counsel, Advokatfirman Roschier; Stockholm. Artikelnen återger rättsläget 2014-11-17.

<sup>2</sup> I Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (“EMIR”) definieras ”OTC-derivat eller OTC-derivatkontrakt” som ”derivat vars handel inte genomförs på en reglerad marknad i den mening som avses i artikel 4.1.14 i direktiv 2004/39/EG eller på en marknad i ett tredjeland som anses vara likvärdig med en reglerad marknad i enlighet med artikel 19.6 i direktiv 2004/39/EG” (se art 2.7; se också prop 2006/07:115 s 259, prop 2012/13:72 s 15 och prop 2013/14:111 s 17 och 29). Närmare anvisningar om hur definitionen ska tolkas ges i Esma, *Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)* ESMA/2014/815, OTC Answer 1.

nerande sätt.<sup>3</sup> OTC-derivat anses inte vara transparenta, eftersom de är privata kontrakt och alla uppgifter om dem vanligtvis bara är tillgängliga för kontraktsparterna. De anses skapa ett komplicerat nät av ömsesidigt beroende som kan göra det svårt att bedöma arten och omfattningen av de risker som de är förenade med. Finanskrisen anses ha visat att sådana egenskaper vid marknadsoro ökar osäkerheten och därmed innebär risker för den finansiella stabiliteten; avsikten har varit att med EU-lagstiftning skapa förutsättningar för att begränsa dessa risker och förbättra transparensen.<sup>4</sup> Inom EU har resultatet blivit EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motpartar och transaktionsregister ("EMIR")<sup>5</sup> – med flera anslutande delegerade rättsakter antagna av kommissionen och olika sorters vägledningsdokument från den Europeiska värdepappersmarknadsmyndigheten ("Esmå") – och, för svensk del, lagen (2013:287) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om OTC-derivat centrala motpartar och transaktionsregister ("EMIR-L") och vissa andra kompletterande lagändringar.<sup>6</sup> EMIR och EMIR-L gäller med effekt från 12 februari 2014 medan övriga lagändringar trädde i kraft den 1 augusti 2014. Ytterligare rättsakter kommer att antas av kommissionen.

Eftersom OTC-derivat i EMIR definieras som derivatkontrakt vars utförande inte äger rum på en reglerad marknad, har det ansetts vara nödvändigt att införa motsvarande bestämmelser för derivat som handlas på sådana marknader. De formella kraven införs genom Europaparlamentets och Rådets förordning om marknader för finansiella instrument ("MiFIR");<sup>7</sup> genom MiFIR införs även krav på att derivat som clearas enligt EMIR också ska bli föremål för avtalslut på organiserade marknader.<sup>8</sup> MiFIR ska tillämpas fr o m den 3 januari 2017.<sup>9</sup> Slutresultatet blir således att *alla* standardiserade derivat ska handlas på reglerade marknader av ett eller annat slag och clearas genom CCP:er.

Clearing, liksom andra delar av transaktionskedjan, har länge haft en något undanskymd plats. Det handlar emellertid om en central och avgörande del av de finansiella marknaderna: "It is, in fact, the very essence of the markets, be-

3 Se EMIR recit (5).

4 Se EMIR recit (4).

5 Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motpartar och transaktionsregister. – Alla hänvisningar avser EMIR, om inte annat anges.

6 Se prop 2013/14:111.

7 Se Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012. Se recit (37) och art 29 MiFIR för clearingkravet.

8 Se recit (25) och art 28.1 MiFIR.

9 Se art 55 MiFIR.

cause it constitutes the basic process of exchange between buyers and sellers”.<sup>10</sup> Clearingen är en viktig del av de finansiella marknadernas *infrastruktur*.<sup>11</sup> En fungerande infrastruktur är avgörande för marknadernas effektivitet och, av särskild vikt för EU, deras enhetlighet.<sup>12</sup> Gradvis har clearingen och andra frågor om den finansiella infrastrukturen flyttats upp i den politiska hierarkin och diskuteras nu på högsta politiska nivå.<sup>13</sup> Genom EMIR kan clearingens betydelse anses ha fått ett senkommet erkännande från den europeiske lagstiftarens sida.

I en tidigare artikel har jag behandlat rapporteringskyldigheten och regleringen av transaktionsregistren<sup>14</sup> – den här artikeln behandlar *clearingkravet*. Svårigheterna med att närmare definiera vad ett derivat är – som jag tog upp i den förra artikeln<sup>15</sup> – gör sig gällande med minst samma styrka avseende clearingen. Esma har nyligen inlett en konsultation kring den aktuella definitionen av derivat.<sup>16</sup> I artikeln föreslog jag att minsta gemensamma nämnare hos normalt förekommande villkor i avtal som marknadsaktörer betraktar som ”derivat” (med visst stöd i EMIR) ger en operativ beskrivning av ”derivat” som *avtal genom vilka parterna kommer överens om betalningsströmmar sinsemellan (eller ibland leverans in natura) som beräknas utifrån angivna parametrar (vanligen genom hänvisning till vissa tillgångsvärden, finansiella nyckeltal eller index)* där parternas prestationer principiellt sker vid olika tidpunkter. Även denna beskrivning kan diskuteras eftersom också andra avtalstyper – t ex olika avtal om försträckning – kan beskrivas på i princip samma sätt och utan att vara mer transparenta än derivaten. Derivat liknar ofta låneavtal mer än t ex köp av aktier och obligationer, bl a eftersom de inte är momentana utan har ett visst (längre) tidsglapp mellan partsprestationerna. Motpartsrisken i – kanske särskilt kontantavvecklade – derivat medför en kreditrisk väsentligen motsvarande lånens. I ekonomiska termer kan i princip alla avtal analyseras och värderas som en uppsättning derivat; och det ekonomisk-matematiska derivatbegreppet överensstämmer inte nödvändigtvis med det rättsliga.<sup>17</sup>

10 Se Kommissionen, ”Draft Working Document on Post-Trading” (2006) s 3 och T P Hasenpusch, *Clearing Services for Global Markets* (2009) s 1. Se också prop 1995/96:50 s 65.

11 Se prop 2013/14:111 s 19 och D Murphy, *OTC Derivatives. Bilateral Trading and Central Clearing* (2003) s 33 och 132. Regleringen av och arkitekturen för denna infrastruktur analyseras och diskuteras utförligt i R Lee, *Running the World's Markets* (2011). Se också CPSS-IOSCO, *Principles for financial market infrastructures* (2012) och CPMI-IOSCO, *Recovery of financial market infrastructures* (2014).

12 Se härtill P Norman, *Plumbers and Visionaries* (2007).

13 Se L Quaglia, *Governing Financial Services in the European Union* (2010) s 127.

14 Se D Hanqvist, ”Obligatorisk fullständig rapportering av derivattransaktioner”, JP 1/2014 s 77.

15 Se Hanqvist (2014) s 78 ff. Se också S K Henderson, *Henderson on Derivatives*, 2u (2010) s 5.

16 Se Esma, *Consultation paper Guidelines on the application of C6 and C7 of Annex I of MiFID* (ESMA/2014/1189) 2014-09-29.

17 Se Hanqvist (2014) s 79 f med hänv.

Problemen med att definiera ”derivat” i EU-lagstiftningen har, tror jag, ett nära samband med de problem som de finansiella marknadernas kreativitet innebär för främst kontinentaleuropeisk rättsvetenskap. Inom denna tradition finns ofta en mer eller mindre uttalad föreställning om rättshandlingarnas *numerus clausus* och typtvång. Man söker ofta inordna alla juridiska företeelser i den struktur och ram som ges genom statlig normgivning (typiskt sett en större kodifiering), inte sällan som en strävan att ta reda på vad ett avtal ”egentligen” innebure och dess ”rättsliga natur”.<sup>18</sup> Avtalen anses så att säga ha ett givet innehåll *även bortsett från parternas uttalanden och avsikter*. För att förstå parternas risker med derivat är insikten central att det helt enkelt handlar om *avtal mellan två parter*.<sup>19</sup> I *rättsliga* termer är även s k ”komplexa” instrument till sin grundstruktur egentligen förhållandevis enkla – och det är just denna enkelhet som har gjort derivaten så framgångsrika.<sup>20</sup> De typiska grundläggande villkoren för OTC-derivat är välkända på marknaden och bygger till det förkrossande flertalet på internationellt gångbara standarder (som det dominerande ISDA Master Agreement<sup>21</sup>).

Dessa omständigheter ger, som jag hoppas kunna visa, anledning att förhålla sig kritisk till den nya regleringen också vad gäller clearingkravet.

## 2. CLEARING

### 2.1 VAD ÄR ”CLEARING”?

Liksom många andra termer som används inom finanssektorn (som t ex ”derivat”) råder det en viss förvirring – kanske särskilt i juridisk litteratur och författningar – kring vilken verksamhet som avses med ”clearing”. Uttrycket används

18 Se A Ferri-Ricchi, *El contrato de swap como tipo de derivado* (2014) 185 ff. En motsvarande nordisk diskussion förs i A Tjaum, *Valuta- og renteswaper* (1996) kap IV, som dock helt riktigt ifrågasätter kategoriseringarnas praktiska relevans (se s 75).

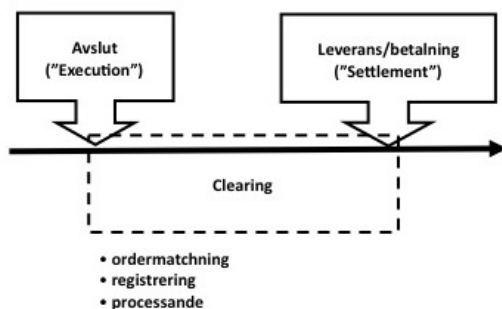
19 Se C Lombardini, *La protection de l'investisseur sur le marché financier* (2012) III.70 och Henderson (2010) s 6.

20 Se Lombardini (2012) IV.35.

21 ISDA Master Agreement är det helt förhärskande ramavtalet på den internationella marknaden för OTC-derivat. Goda kunskaper i hur detta avtal fungerar underlättar förståelsen av (problemen med) CCP-clearing. Ledande diskussioner av detta avtal ges, i synnerhet, i Henderson (2010), men även i G Reiner, *ISDA Master Agreement. Kommentar* (2012) (ur ett specifikt kontinentaleuropeiskt, tyskt perspektiv), A Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 5u (2012) (som, nästan helt ensam, ifrågasätter centrala delar av avtalets struktur) och *The Law of Finance*, 2u (2013) kap 41, J-P Castagnino, *Derivatives*, 3u (2009) kap 7, P Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements*, 3u (2010) och R Zepeda, *The ISDA Master Agreement: The Derivatives Risk Management Tool of the 21st Century?* (2014). En utmärkt och kortfattad presentation av avtalets centrala mekanismer ges i F Fuchs, *Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko* (2013). Utvecklingen av marknadens standardavtal diskuteras av G Usher i J Denton (red), *Practical Derivatives* (2010) s 57 ff.

ofta tillsammans, och ibland överlappande, med en rad andra uttryck, såsom ”bilateral” respektive ”multilateral” ”kvittning”, ”nettning”, ”avveckling” och ”settlement”. Här kommer jag att använda ”clearing” för att beteckna de åtgärder som vidtas under en viss del av *transaktionskedjan*, vars centrala delar framgår av *figur 1*. Efter avtalsförhandlingarna kommer Avslut (*Execution*); transaktionen slutförs genom leverans/betalning av den avtalade prestationen, Avveckling (*Settlement*). Därefter vidtar ofta Förvaring (*Custody*) för tillgångar som så kräver. För att Avslut framgångsrikt ska kunna leda till Avveckling behöver en hel del praktiska och rättsliga åtgärder vidtas (ordermatchning, registrering, processande i andra avseenden<sup>22</sup>) – den del av transaktionskedjan som återfinns mellan Avslut och Avveckling kallas vanligen Clearing.<sup>23</sup>

Figur 1: Centrala delar av transaktionskedjan för finansiella instrument



I ”vanligt språkbruk” har ”clearing” ansetts betyda ”utjämning” eller ”kvittning” av ömsesidiga fordringar t ex mellan stater på grund av handelsavtal eller mellan banker.<sup>24</sup> I samband med tidigare valutaregleringar infördes regler om *mellanstatlig clearing*, vars uppgift var att vid utbytet av ekonomiska nyttigheter mellan två stater eliminera överförandet av valutor och ersätta detta med kompensationsbetalningar genom att gäldenärer i staten A som hade skulder till borgenärer i staten B inte remitterade sina skuldbelopp direkt till borgenärerna utan istället betalade in aktuella belopp i inhemsk valuta till den egna centralbanken (eller annat clearingorgan). Sålunda inbetalda belopp användes sedan

22 Se härtill Hasenpusch (2009) kap 2, Murphy (2013) kap 7 och J Gregory, *Central Counterparties* (2014) kap 8.

23 Se Hasenpusch (2009) s 1 f; Gregory (2014) s 27; A-D Merville, *Droit financier*, 2u (2014) No 268 och Ch Björklund, ”Clearing och avveckling av svenska värdepapper”, Bil 13 till SOU 2000:11 s B:258 f. Transaktionskedjan behandlas i sin helhet i M Simmons, *Securities Operations* (2002). ”Clearing” är uppenbarligen en anglicism, som dock torde vara etablerad både i lagspråk och hos marknaden. I vissa sammanhang betecknas samma funktion som ”clearance” (se t ex ISDA, 2011 *ISDA Equity Derivatives Definitions* § 2.7.2).

24 Se SOU 1988:13 s 239 och SOU 1989:72 s 316.

av centralbanken i staten A för att ersätta *borgenärer i den egna staten* med fordringar på gäldenärer i staten B; och omvänt för den andra staten. Syftet var att upprätthålla betalnings- och bytesbalansen mellan A och B. Clearing ansågs skilja sig från kvittning genom att kvittning syftar till att ”annullera förpliktelser mellan två personer, vilka samtidigt är borgenär och gäldenär mot varandra”; clearingorganisationerna tjänade däremot ett kollektivt syfte och ansågs inte vara gäldenär eller borgenär i förhållande till varandra.<sup>25</sup>

Sedan länge finns det en *näringsrättslig* legaldefinition av ”clearingverksamhet”, nämligen fortlöpande verksamhet som består i att (a) på clearingdeltagarnas vägnar göra avräkningar i fråga om deras förpliktelser att leverera finansiella instrument eller att betala i svensk eller utländsk valuta; (b) träda in som motpart till både köpare och säljare av finansiella instrument; eller (c) på annat väsentligt sätt ansvara för att förpliktelserna avvecklas genom överförande av likvid eller instrument.<sup>26</sup> *Civilrättsliga* regler inom området återfinns i 5 kap 1 § första stycket lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Fram till den 1 augusti 2014 löd lagrummet:

”Ett avtal mellan två parter vid handel med finansiella instrument, med andra liknande rättigheter och åtaganden eller med valuta, om att förpliktelser dem emellan ska slutavräknas om en av parterna försätts i konkurs, gäller mot konkursboet och mot borgenärerna i konkursen. Detsamma gäller en avräkning av förpliktelser mellan två eller flera deltagare i ett anmält avvecklingssystem eller ett samverkande system, om avräkningen har skett i enlighet med systemets regler.”

Första meningen infördes för att säkerställa så kallad *close-out netting* som främst används i avtal för OTC-derivat (t ex ISDA Master Agreement);<sup>27</sup> ”slutavräkning” är det svenska ord som används i sammanhanget. ”Avräkning” (netting) betraktas i förarbetena som ett slags kvittning; lagrummet anses ge en i förhållande till allmän rätt utökad kvittningsrätt genom att de aktuella fordringarna inte behöver vara komputabla, förfallna eller – vad gäller multilateral avräkning i anmälda avvecklingssystem – ömsesidiga.<sup>28</sup> Motsvarande

25 Se R Lemkin, *Valutareglering och clearing* (1941) s 63 ff. Clearingen spelade här alltså samma roll som swapparna sedermera kom att spela i privat regi (jfr Tjaum (1996) s 44 ff, P Goris, *The Legal Aspects of Swaps* (1994) kap II.2 och Henderson (2010) I.12).

26 Se I kap 5 § pkt 6 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (”LVPM”).

27 Jfr prop 1999/2000:18 s 74 och 1994/95:130 s 15.

28 Se prop 1999/2000:18 s 109. Se också 1994/95:130 s 16 ff och prop 2004/05:30 s 75. ”Avräkning” i nu aktuell mening måste skiljas från sådan ”avräkning” som en borgenär med flera

syn kommer till uttryck i litteraturen.<sup>29</sup> Schuyler Henderson har – åtminstone avseende den på derivat- och valutamarknaderna dominerande avtalsregleringen – kritiserat denna analys; enligt honom handlar det här inte om kvittning eftersom ”all liabilities are terminated” och en ”valuation of the whole agreement” sker;<sup>30</sup> och nettning kan vila på annan rättslig grund än kvittning.<sup>31</sup>

Det är av lagtexterna oklart vad förhållandet är mellan den näringsrättsliga termen ”clearing” och den civilrättsliga termen ”avveckling”. Inledningsvis kan noteras att den näringsrättsliga definitionen i själva verket innehåller två olika steg i transaktionskedjan för finansiella instrument: (a) och (b) omfattar vad som vanligen betraktas som ”clearing” medan (c) omfattar ”avveckling” (*settlement*).<sup>32</sup> Det civilrättsliga lagrummet nämner visserligen ”avvecklingssystem” men förefaller reglera ”avräkning” snarare än ”avveckling”. Avveckling regleras f ö såväl närings- som civilrättsligt i lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument och lag (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden.<sup>33</sup> I (a) nämns särskilt ”avräkning” och i (b) behandlas *CCP-clearing*. Jag menar därför att ”clearing” i näringsrättslig mening enligt (a) och (b) innefattar ”avräkning” i civilrättslig mening. I svensk civilrätt förefaller det alltså som att den överordnade termen är ”**avräkning**”. Inom detta begrepp rymms såväl:

- (a) *kvittning*
  - (1) bilateralt och
  - (2) multilateralt, som
- (b) *nettning*
  - (1) bilateralt och
  - (2) multilateralt.

---

fordringar mot samma gäldenär får göra när gäldenären inte har erlagt betalning som täcker alla fordringarna (se S Lindskog, *Betalning* (2014) § 14).

29 Se R Goode, *Legal Problems of Credit and Security*, 3u (2003) 7–09 och M Beckman, G Jansson, K Wallin-Norman & B Wendleby, *Lagarna på värdepappersområdet* (2002) s 124.

30 Se Henderson (2010) s 481.

31 Se prop 1999/2000:18 s 68. Jfr Goode (2003) 7–09.

32 Se prop 2010/11:95 s 25. Sammanblandningen är avsiktlig och ansågs ha lagtekniska fördelar (se prop 1995/96:50 s 70); denna definition fördes över till LVPM (se prop 2006/07:115 s 552). Jfr dock SOU 1993:114 s 241, Hasenpusch (2009) s 1 f och S Reitz, *Börsengeschäfte, Übertragung von Wertpapieren und Leistungsstörungen* (2013) s 47 f (som understryker vikten av att clearing och avveckling teoretiskt hålls isär).

33 Båda lagarna rör överlåtbara värdepapper; den senare berör även betalningar.



Inom näringsrätten är det överordnade begreppet ”clearing”, inom vilket rymms såväl ”avräkning” som ”avveckling”. Detta är i ett internationellt perspektiv och med hänsyn till marknads terminologi ett vidare clearingbegrepp. *Jag föreslår istället att ”clearing” används i den snävare betydelsen ”avräkning”*. Om ”avveckling” används för det särskilda förfarandet som innebär leverans/betalning kan ”clearing”/”avräkning” ges en gemensam betydelse inom såväl närings- som civilrätten. För att bättre motsvara marknads uttryckssätt kan företeelsen då ur såväl närings- som civilrättslig aspekt betecknas ”clearing”. CCP-clearingen blir med denna terminologi en särskild form av *bilateral avräkning* som kan omfatta såväl *kvittning* om de relevanta anspråken är komputabla som *nettning* om så inte är fallet. CCP:ns verksamhet motsvarar alltså den som finansiella intermedärer – som t ex Lehman Brothers på sin tid – länge har utfört för kunders räkning.<sup>34</sup> Vid clearing av överlåtbara värdepapper föreligger inte komputabilitet (den ena förpliktelsen är uttryckt i pengar, den andra *in natura*); vad gäller derivat är vanligen (men inte ofelbart) båda förpliktelserna uttryckta i termer av pengar och i en och samma valuta, varför avräkningen här torde ta sig formen av kvittning (eventuellt utökad kvittning av ännu inte förfallna fordringar).

Clearingutredningen bedömde att beaktansvärda skäl talade för att ett avtal om avräkning normalt sett vore bindande för konkursboet men ansåg att frågan var så pass svårbedömd att en bestämmelse i lag krävdes för att uppnå tillräcklig säkerhet.<sup>35</sup> Även regeringen ansåg att det var angeläget att svensk rätt vore entydig vad gäller nettningsavtals juridiska hållbarhet.<sup>36</sup> Andra meningarna infördes (och har uppdaterats) för att i svensk rätt implementera viss unionsrätt som reglerar relevanta avvecklingsystem. Från den 1 augusti 2014 har lagrummets sista mening fått tillägget ”eller mellan en central motpart och en clearingmedlem eller en kund till en sådan clearingmedlem som avses i [EMIR], om avräkningen har skett i enlighet med den centrala motpartens verksamhetsbestämmelser.” I den förra lydelsen ansågs lagrummet reglera slutavräkning vad gäller såväl *bilateral avtalsförhållanden utanför clearing- och avvecklingsverksamhet* som *multilateral slutavräkning inom avvecklingsystem*.<sup>37</sup> Regeringen menade att clearingorganisationer torde omfattas redan av bestämmelsen om avvecklingsystem, men att en lagändring vore påkallad med hänsyn till att clearingmedlemmar och kunder inte skulle omfattas av denna regel eller – så måste regeringen förstås – av regeln för bilateral slutavräkning.<sup>38</sup>

34 Se Ferri-Ricchi (2014) s 205 och M Sève, *La régulation financière face à la crise* (2013) s 582 n (54) och s 586 n (65).

35 Se SOU 1993:114 s 261 ff.

36 Se prop 1994/95:130 s 16.

37 Se prop 2013/14:111 s 56.

38 Se prop 2013/14:111 s 57.

Regeringen förefaller – i likhet med en del av litteraturen<sup>39</sup> – ha uppfattat den slutavräkning som sker vid CCP-clearing som multilateral. Detta har framhävts som en särskilt eftersträvsvärd egenskap hos den obligatoriska derivatclearingen.<sup>40</sup> Som kommer att framgå nedan är i själva verket slutavräkningen vid clearing via en CCP – dvs ”en juridisk person som träder emellan motparterna i kontrakt som är föremål för handel på en eller flera finansmarknader och blir köpare till varje säljare och säljare till varje köpare”<sup>41</sup> – efter närmare juridisk analys inte alls multilateral utan just bilateral.<sup>42</sup> Slutavräkningar i clearingsystem med en CCP torde alltså ha omfattats redan av lagrummets första mening,<sup>43</sup> varför tillägget möjligen kan vara deklarativt men knappast utgöra någon förändring av gällande rätt. Eftersom CCP-clearing har förekommit redan före EMIR – också i Sverige respektive utomlands med svenska parter – är det olyckligt att regeringen har gett intryck av att det tidigare varit oklart huruvida slutavräkning vid CCP-clearing enligt svensk rätt har stått sig. Ett sådant motsatsslut vore obefogat.

I fransk doktrin har länge ifrågasatts huruvida CCP-clearingen är civilrättsligt godtagbar.<sup>44</sup> Myriam Rousille har i en avhandling från 2004 behandlat frågan.<sup>45</sup> Givet inte bara förvaltningsrättens<sup>46</sup> utan även civilrättens<sup>47</sup> tilltagande

39 Se t ex S Johansson, *Options- och terminsavtal* (1998) s 124 f och M Tomasi, *La concurrence sur les marchés financiers* (2002) No 142, liksom de nedan kritiserade franska författarna. Givet hur avtalsförhållandet ser ut – med CCP:ns som motpart i varje affär – kan detta alltså knappast stämma.

40 Se S Ingves, ”Regulatory reforms for OTC derivatives: past, present and future”, *Banque de France Financial Stability Review*, No 17 April 2013 s 21.

41 Se art 2.1.

42 Se prop 1994/95:130 s 21. Se också Ferri-Ricchi (2014) s 222 f (förekomsten av en och samma part i två olika derivatavtal innebär inte att det uppstår något juridiskt *nexus* mellan de båda avtalen).

43 Se prop 1999/2000:18 s 110. Detta medgavs möjligen i prop 2013/14:111 s 57, varför tillägget i 5 kap I § lagen om handel med finansiella instrument nog får anses ha införts *ex abundante cautela*.

44 Se D Robine, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives* (2003) Nos 328 ff, som sammanfattar den franska diskussionen – *pro et contra* – fram till 2003. En mindre spekulativ, och mer marknads- och praxiskonform, redogörelse för de franska förhållandena ges i Merville (2014) Nos 530 ff.

45 Se M Rousille, *La compensation multilatérale* (2006).

46 Se W Warnling-Nerep, ”Juridiska personer som bärare av mänskliga rättigheter – ett möte mellan näringsrätt och förvaltningsrätt”, JP 1/2010 s 85; D Hanqvist, Rec av F Dornseifer, Th A Jesch, U Klebeck & C Tollmann (red), *AIFM-Richtlinie. Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E. Kommentar*, JT 2013/14 s 439; J Sirinelli, *Les transformations du droit administratif par le droit de l’Union Européenne* (2011); och H Maurer, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 18u (2011) Rn 25 ff.

47 Se M Gebauer & Th Wiedmann, *Zivilrecht unter europäischem Einfluss*, 2u (2010).

europisering, och den unionsrättsliga regleringen av CCP-clearingen, är en sådan utblick i sammanhanget befogad. Denna diskussion illustrerar också de ovan angivna svårigheterna för kontinentaleuropeisk rättsvetenskap att hantera kreativa marknader. Ämnet för Rousilles avhandling är *compensation multilatérale*. Det franska *compensation* är långt ifrån entydigt och kan inte med säkerhet sägas motsvara något precist uttryck i andra språk; grundtanken förefaller dock vara ett slags ”balansering” eller ”utjämning”<sup>48</sup> (här återfinns samma grundtanke som i den ovan beskrivna valutaclearingen mellan två stater). I *Code civile* – som är Rousilles självklara utgångspunkt – används *compensation* för att beteckna vad som på svenska närmast torde betraktas som kvittning.<sup>49</sup> Osäkerhet vidläter också uttrycket *compensation multilatérale* som inte återfinns i *Code civile*.<sup>50</sup> I en rapport som lämnades till Banken för internationell betalningsutjämning (BIS) 1990 underströks vikten av stabila rättsliga förutsättningar för *interbank netting schemes* i den engelskspråkiga versionen medan den franskspråkiga använde uttrycket *systèmes de compensation interbancaires*.<sup>51</sup> Liksom engelskans *netting* kan franskans *compensation* alltså ses som en motsvarighet till svenskans ”avräkning”. Mot bakgrund av diskussionen ovan föreslår jag ”multilateral avräkning” som svensk motsvarighet till *compensation multilatérale*.

Rousille menar – på historiska grunder – att clearing endast avser en process som undviker onödiga leveranser av värdepapper i fysisk form eller gireringar avseende dematerialiserade/immobiliserade instrument och de beräkningar som krävs för att uppnå detta.<sup>52</sup> Hon menar att *netting* är en vidare term som inte nödvändigtvis innefattar en sådan slutlig extinktion av en skuld som följer av kvittning; multilateral avräkning skulle så vara *ett slags netting*.<sup>53</sup> Multilateral avräkning skulle vidare skilja sig från bilateral därigenom att det förra fallet inte förutsätter ömsesidighet.<sup>54</sup> Hon menar också att CCP-clearing – där CCP:n träder in som köpare mot varje säljare och säljare mot varje köpare – inte utgör multilateral avräkning av det slag som clearingorganisationer (*chambres de compensation*) utför utan att detta synsätt bygger på en sammanblandning av funk-

48 Se Rousille (2006) Nos 15 f.

49 Se art 1289.

50 Se Rousille (2006) No 13.

51 Se *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten countries resp Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires de banques centrales des pays du Groupe des dix* (1990).

52 Se Rousille (2006) No 10 ff. Se också R C Michie, *The London Stock Exchange* (1999) s 77 f, P Norman, *The Risk Controllers* (2011) och den klassiska framställningen i J G Cannon, *Clearing-Houses* (1900).

53 Se Rousille (2006) No 12.

54 Se Rousille (2006) No 14 och A Couret & H Le Nabasque (red), *Droit financier*, 2u (2010) No 116.

tionen och institutionen. Som exempel använder hon clearingorganisationen LCH.Clearnet som använder CCP-clearing. Missförståndet ligger dock istället i att betrakta CCP-clearingen såsom i rättslig mening multilateral; den är istället *mångfaldigt bilateral*. Den framstår som multilateral endast ur ett ”utanförperspektiv” som inte särskådar de konkreta juridiska mekanismerna.<sup>55</sup> Vid CCP-clearingen kan CCP:ns motparter sinsemellan anses ha ett ”ekonomiskt” avtal medan det ”juridiska” avtalet ingås av vardera parten med CCP:n.<sup>56</sup> Rousille pekar på olika former av multilateral avräkning utan clearingorganisation och hon sätter sig före att få till stånd en ”enhetlig rättslig analys” av den multilaterala avräkningens grunder, närmare bestämt genom att undersöka den rättsliga naturen hos CCP:ns partsinträde, isolera den multilaterala avräkningens rättsliga natur, undersöka möjligheterna att hantera risker som uppkommer genom avräkningens kollektiva natur och bättre förstå den multilaterala avräkningens juridiska betydelse för tredje man.<sup>57</sup> Rousille – understödd av andra författare<sup>58</sup> – menar att den avtalsmekanism som vanligen anses tillämpas vid CCP-clearing (inklusive av clearingorganisationerna själva), d v s novation (det ursprungliga avtalet ersätts av nya avtal) inte motsvarar verkligheten, ty (α) parterna skulle sakna erforderlig *animus novandi*; (β) novationen skulle inte utsläcka de ursprungliga skyldigheterna; och (γ) novationen skulle inte förmå förklara att rättigheterna och skyldigheterna ”fördubblas”.<sup>59</sup>

Argumentationen är märklig och inte särskilt övertygande: (α') Det förefaller föga realistiskt att insistera på en särskild *animus novandi* – parterna till ett sådant standardavtal som clearingreglerna utgör får antas vilja avtala om det som reglerna utsäger. Något utrymme för att påtvinga parterna något annat avtalsinnehåll torde inte föreligga. (β') Såväl de ursprungliga parterna som CCP:n är parter i den novation som sker enligt CCP:ns regelverk<sup>60</sup> – som i

55 Se Rousille (2006) No 18.

56 Se Reitz (2013) s 51. Se också Sève (2013) s 571 n (7): genom derivat kan den ekonomiska risken i vissa tillgångar föras över till en annan part utan att de juridiska rättigheterna eller skyldigheterna förs över.

57 Se Rousille (2006) No 21.

58 Couret & Le Nabasque (2010) Nos 117 och 119 diskuterar clearingens i termer av *compensation multilatérale* och accepterar uttryckligen Rousilles argumentation. Merville (2014) nämner varken Rousille eller den diskussion hon har slutit sig till.

59 Se Rousille (2006) s 81 ff. Särskilt amerikanska tillsynsmyndigheter har använt uttrycket *netting by novation*. Detta är inte det samma som CCP-clearing eller vanlig netting enligt t ex ISDA Master Agreement utan en särskild form av netting som uteslutande har använts på valuta-marknaderna (se Henderson (2010) s 482). Förfarandet diskuteras kortfattat i J Benjamin, *Financial Law* (2007) 12.09.

60 Se Johansson (1998) s 119.

LCH.Clearnets fall även har godkänts av den franska tillsynsmyndigheten.<sup>61</sup> De ursprungliga parternas ömsesidiga rättigheter och skyldigheter kan visst utsläckas genom deras avtal och ersättas med den nya avtalade strukturen. De ursprungliga rättigheterna och skyldigheterna besitter inte några egenskaper eller någon existens oberoende av parternas avtal. (V) Det är ett missförstånd att de ursprungliga parternas rättigheter och skyldigheter fördubblas – de ursprungliga rättigheterna och skyldigheterna har istället *upphört och ersatts* med nya,<sup>62</sup> vars innehåll framgår av de avtal som gäller mellan CCP:n och respektive part. Rousille och de som delar hennes synsätt tillskriver alltså CCP-clearingen rättsliga egenskaper som den enligt parternas avtal saknar. Alain Couret och Hervé Le Nabasque förklarar uttryckligen att LCH.Clearnet SA träder in som part till både köpare och säljare men kritiserar andra författare – och LCH.Clearnet – för att beskriva det clearingorganisationen gör i just sådana termer.<sup>63</sup> Argumentationen är märklig eftersom den förnekar den mekanism som parterna faktiskt har valt.<sup>64</sup> Det är för mig oklart vad som stode att vinna på att ignorera regelverkens villkor och istället påtvinga förfarandena en teoretisk konstruktion som inte omfattas av parternas uttryckliga dispositioner. Mot *Rousille & al* kan – mot bakgrund av analysen ovan vad gäller svensk rätt och avtalspraxis – invändas att den multilaterala avräkningen kan åstadkommas med en rad *olika juridiska metoder som var och en behöver analyseras separat*. ”Multilateral avräkning” är alltså inte, och varken kan eller behöver vara, i rättslig mening ett enhetligt begrepp. Visserligen råder också i svensk rätt troligen en rad oklarheter kring multilateral *kvittning*, men åtminstone vad gäller CCP-clearingen behöver dessa frågor inte klargöras.

I vart fall inom EMIR:s tillämpningsområde torde det inte finnas något unionsrättsligt utrymme för de rättsliga dubier beträffande CCP-clearing som har förts fram i den franska diskussionen. EMIR medger nämligen inte att clearing av OTC-derivat sker på något annat sätt än att clearingorganisationen träder in som part mellan de båda ursprungliga parterna.<sup>65</sup> I EMIR ges en legaldefinition av ”clearing” såsom ”fastställande[t] av positioner, inklusive

61 Se Merville (2014) No 537.

62 Se Castagnino (2009) 2.14. Jfr SOU 1988:13 s 60 (”banden bryts” mellan de ursprungliga parterna), SOU 1989:72 s 317 (partsförhållandet mellan de ursprungliga parterna ”bryts”) och P Kågeman, C Lohmander & A De Ridder, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden* (2011) s 124 (CCP:n ”bryter upp” transaktionerna och går in som motpart i alla affärer).

63 Se Couret & Le Nabasque (2010) No 119.

64 Se art 1.3.2.1 i LCH.Clearnet SA:s regelverk (2014-10-03). Motsvarande bestämmelser återfinns t ex som Regulation 12 i LCH.Clearnet Ltd:s regelverk (2014-08-20) och som § 2.1.8 i Nasdaq:s nordiska clearingregler (2014-04-07).

65 Se Th Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 2u (2014) No 200 (första stycket).

beräkning[en] av nettoskulder samt säkerställande[t] av att finansiella instrument och/eller kontanter finns tillgängliga för att täcka de exponeringar som dessa positioner ger upphov till”.<sup>66</sup> I den franska versionen används uttrycket *compensation*, utan adjektivet *multilatérale*; den tyska använder *clearing*. Det är inte uppenbart att en CCP i egenskap av just CCP gör något av det som anges i definitionen. Möjligen får EMIR förstås så att en CCP:s inträde som part innebär ett sådant ”säkerställande” som avses, åtminstone om CCP:ns verksamhet sköts på rätt sätt. Mycket av EMIR:s reglering av t ex CCP:ernas kapital och hur förluster i deras verksamhet ska hanteras, liksom CRR:s<sup>67</sup> kapitaltäckningsregler avseende CCP-clearing, bygger på att CCP:er ägnar sig åt clearing enligt EMIR, varför det inte i praktiken torde råda någon tvekan om att en CCP med tillstånd enligt EMIR ägnar sig åt ”clearing” i EMIR:s mening. EMIR:s definition liknar i hög grad den tidigare motsvarande definitionen i den tyska *Kreditwesengesetz* – vars nuvarande definition endast hänvisar till EMIR:s – som ansågs omfatta CCP-clearing.<sup>68</sup> Det förefaller således som om EMIR:s clearingbegrepp motsvarar den svenska näringsrättsliga definitionens alternativ (a) och (b) och att de CCP:er som är acceptabla är sådana som motsvarar alternativ (b); clearingens torde vidare inkludera den civilrättsliga avräkningen.

## 2.2 OLIKA SLAGS CCP-CLEARING

CCP-clearingens grundtanke är att en CCP övertar de ursprungliga parternas respektive kreditrisk som därigenom s a s ”neutraliseras”<sup>69</sup> hos CCP:n (som också får realsäkerheter från parterna) – det rör sig alltså inte om ”clearing” i Rousilles eller valutaclearingens mening. Clearing enligt punkt (a) i den näringsrättsliga definitionen gällde tidigare vid aktiehandeln på Nasdaq:s börs i Stockholm, i likhet med de särpräglade förhållanden som har gällt i vår region under lång tid,<sup>70</sup> men sedan några år sker denna clearing via en nederländsk CCP. CCP-clearing har emellertid alltid varit den normala – och i Sverige länge

66 Se art 2.3. Se också Murphy (2013) s 130.

67 ”CRR” är den gängse förkortningen på Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

68 Se lagens § 1 pkt (31) och Ch Köhler, *Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen* (2012) s 377 f.

69 Se Couret & Nabaque (2010) No 1034 och Björklund (2000) s B:381. Gregory (2014) s 14 f kallar detta för *complete clearing*. Se också SOU 1988:13 s 60 f.

70 Se Finansmarknadsrådet, *Svensk värdepappersmarknad i förändring – konsekvenserna för finansplatsen vid ägarskifte i OMX*, rapport nr 2 (2008) s 7. CCP-clearing av överlåtbara värdepapper är emellertid något av en nyhet också på andra ställen (se P Sercu, *International Finance* (2009) s 608), även om företeelsen på många håll funnits längre än i Sverige.

den exklusiva<sup>71</sup> – formen avseende derivat. CCP-clearingen har fått dramatiskt större uppmärksamhet på senare år men har en lång utvecklingshistoria under främst 1800-talet; den moderna CCP-clearingen nådde sin ”klassiska” form runt 1925.<sup>72</sup>

I riskhänseende föreligger det en grundläggande skillnad mellan CCP-clearing avseende aktier och andra överlåtbara värdepapper respektive derivat. Skillnaderna illustreras av *figur 2*. Vid *clearing av överlåtbara värdepapper* kan säljaren – som bär den långsiktiga kreditrisken på emittenten av värdepappret – vid avslutet föra över denna kreditrisk till CCP:n som sedan för över den till köparen. Genom clearingen byter säljaren den kortsiktiga kreditrisken (avvecklingsrisken) på köparen mot motsvarande risk på CCP:n (som antas representera en lägre risk). Vid *derivatclearing*, däremot, förekommer ingen emittent – den långsiktiga kreditrisken uppstår istället genom själva derivatet, dvs det uppstår ingen särskild ”avvecklingsrisk”.<sup>73</sup> Derivat har vanligen löptider som väsentligen överstiger den normala clearingcykeln på upp till tre dagar för köp av överlåtbara värdepapper<sup>74</sup> och derivatclearingen – och särskilt, eftersom de vanligen har längre löptider än börshandlade derivat, vad gäller OTC-derivat<sup>75</sup> – medför därför en långvarig motparts-/kreditrisk i förhållandet mellan en CCP och dess motpart.<sup>76</sup> Derivat är i allmänhet konstruerade så att – beroende på det fluktuerande värdet på de tillgångar eller andra företeelser till vilka derivatets värde hänför sig – parterna omväxlande kan vara borgenärer (bära den långsiktiga kreditrisken på motparten) respektive gäldenär (utgöra kreditrisken, i likhet med en emittent). Det kan vara missvisande att säga att derivat ”säljs” eller ”omsätts” eller att tala om ”köpare” och ”säljare” av derivat, eftersom detta kan ge intryck av att derivaten utgör samma slags momentana avtal med samtidig, eller praktiskt taget samtidig, utväxling

71 Se SOU 1988:13 s 241 och SOU 1989:72 s 319. Jfr också Björklund (2000) s B:371 f.

72 Se Murphy (2013) s 146, Gregory (2014) s 6 och, allmänt, Norman (2011).

73 Jfr Lombardini (2012) III.71: Det centrala vid ett förvärv av finansiella instrument är den rätt förvärvaren/cessionären får i förhållande till en *tredje part/cessus*, alltså inte till fångesmannen/cedenten. Ferri-Ricchi (2014) s 227 f understryker att omsorgen om motpartens kreditvärdighet inte är något unikt för derivattransaktionerna utan gäller för alla bilaterala avtalsrelationer.

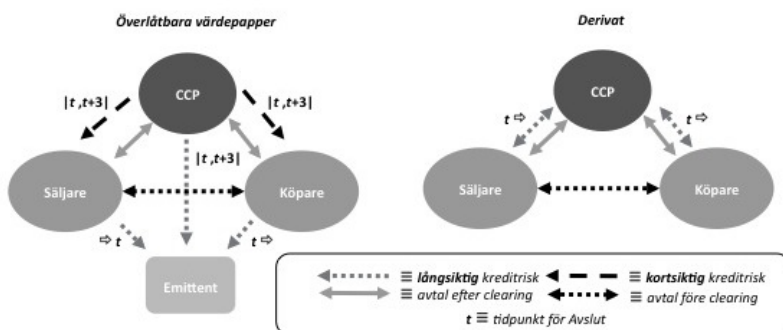
74 Se prop 2013/14:111 s 19 f.

75 Se prop 1991/92:113 s 123; prop 1994/95:130 s 23; prop 1995/96:50 s 67; prop 2013/14:111 s 21; J Niemeyer, ”Värdepappershandel i Sverige”, Bil 12 till SOU 2000:11 s B:286; Gregory (2014) s 19; och Murphy (2013) s 151 (t ex kan ränteswappar löpa på upp till 30 år; se också prop 2013/14:111 s 21 och J von Hagen & J H von Stein, *Obst/Hintner Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 40u (2000) s 1075).

76 Se Hasenpusch (2009) s 2. Kreditrisken i derivaten understryks också i D Carreau & P Juillard, *Droit international économique*, 5u (2013) Nos 1838, 1840 och 1851 avseende de vanligast förekommande derivattyperna. Det är således fel att hävda att clearade derivattransaktioner på a clearingens skulle sakna motpartsrisk (så t ex M Choudhry, *The Principles of Banking* (2012) s 475).

av prestationerna som vid  $t$  ex aktieköp.<sup>77</sup> Det går alltså inte att utan vidare dra slutsatsen att, eftersom CCP-clearing fungerar tillfredsställande för handel med överlåtbara värdepapper, det samma skulle gälla för derivatmarknaden.<sup>78</sup> Genom clearingen byter säljaren den långsiktiga kreditrisken på köparen mot motsvarande (*ex hypothesi* lägre) risk på CCP:n och omvänt. Kommissionen påpekar att "[c]learing via CCP hanterar specifikt *motparts-kreditrisk*er och är kanske inte ett optimalt sätt att hantera avvecklingsrisker."<sup>79</sup> På den bilaterala OTC-marknaden förekommer det många säljare respektive köpare som står i olika sälj-/köp- (fordrings-/skuld-) förhållanden till varandra, vilket ger upphov till en stor mängd avvecklingsförhållanden. Genom att en CCP träder in som allas motpart förenklas processen avsevärt (se figur 3<sup>80</sup>). Kreditrisken koncentreras således i CCP:n.<sup>81</sup>

Figur 2: CCP-clearing av överlåtbara värdepapper respektive derivat



77 Se Advokatsamfundets remissvar R-2013/1994 i Fi2013/3860 (2013-12-20) s 3 och Henderson (2010) l.8. Jfr Björklund (2000) s B:380. I prop 2006/07:115 s 551 sägs att "sådana derivatinstrument som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, exempelvis s.k. warrant-er" ska betraktas som "överlåtbara värdepapper" enligt definitionen i 1 kap 4 § LVPM.

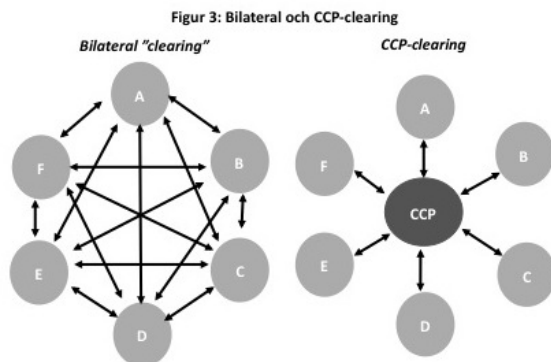
78 Just ett sådant argument förefaller användas i t ex J A Lybeck, *A Global History of the Financial Crash of 2007–10* (2011) s 157.

79 Se recit (19) (min emfas).

80 Motsvarande figurer hittas allmänt i litteraturen; se t ex Murphy (2013) figur 5.2, Gregory (2014) figur 3.5 och Köhler (2012) figur 29.

81 Se Reitz (2013) s 55.





CCP-clearingen förekommer i sin tur i två olika modeller: (I) *direkt clearing* eller *agency model* och (II) *indirekt* eller *medlemsclearing*, eller *principal-to-principal model*.<sup>82</sup> De båda modellerna framgår schematiskt av *figur 4*. Den förra modellen är den vanliga i USA medan den senare är den förhärskande i Europa. Vid den *direkta* clearingens<sup>83</sup> tar clearingmedlemmarna inte på sig någon omedelbar kreditrisk – deras roll vid clearingen är i första hand rent administrativ men förbinds med ett villkorat borgensåtagande avseende kundernas skyldigheter mot CCP:n. Vid den *indirekta* clearingens stiger clearingmedlemmar in som ett mellanled mellan kund och CCP och tar på sig rättigheter och skyldigheter i förhållande till såväl den egna kunden som CCP:n (men inte i förhållande till andra medlemmars kunder eller, avseende det aktuella kontraktet, andra medlemmar). Istället för det ursprungliga enda avtalet mellan parterna A och B träder istället *fyra* nya avtal mellan part A och dennes clearingmedlem X; mellan X och CCP:n; mellan CCP:n och medlem Y; och mellan medlem Y och dennes kund B.<sup>84</sup> Det är denna senare modell som ligger till grund för EMIR och CRR. EMIR definierar således ”**clearingmedlem**” som ett företag som deltar i en CCP och som ansvarar för att fullgöra de finansiella skyldigheter som deltagandet föranleder<sup>85</sup> och en ”**kund**” som ett företag med en avtalsrelation till en clearingmedlem som gör det möjligt för företaget att cleara sina transaktioner via CCP:n.<sup>86</sup> En av huvudpöängerna med den indirekta clearingens är att det redan på clearingmedlemsnivå går att netta

82 Se Murphy (2013) s 156 f och Gregory (2014) s 208 f.

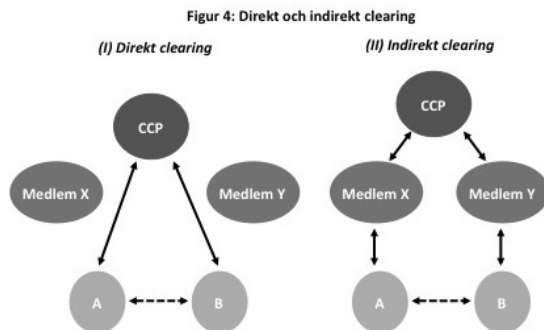
83 Gregory (2014) s 12 f avser med *direct clearing* det som jag kallar ”bilateral avveckling”.

84 Se prop 2013/14:111 s 22.

85 Se art 2.14. Esma har klargjort att avtalet mellan en clearingmedlem och dess kunder inte ska ses som ett separat clearingpliktigt derivat utan som en integrerad del av clearingens (se Esma (2014) General Answer 2).

86 Se art 2.15.

ut flera positioner så att förhållandet mellan clearingmedlemmen och CCP:n reduceras till endast nettoexponeringen, vilket också medför ett reducerat krav på säkerheter.<sup>87</sup> Genom krav på ”segregering” av kundernas positioner ända upp på CCP-nivå skjuter dock EMIR sönder denna bärande princip i den förhållande europeiska CCP-modellen.<sup>88</sup>



### 2.3 CLEARINGKRAVET

En anledning till att clearingkravet har införts är att man från politiskt håll har ansett att incitamenten för ökad användning av CCP:er inte har varit tillräckliga för att se till att OTC-derivat faktiskt clearas centralt. För de derivat som *kan* clearas centralt skulle därför obligatoriska krav på clearing via centrala motparter vara befogade.<sup>89</sup> Även under antagande att CCP-clearing är önskvärt i sig – en inte självklar slutsats – kan det ifrågasättas om utvecklingen verkligen har varit så långsam som man från politiskt håll har velat påskina. Statistik vad gäller ränteswappar – vilket torde vara den kanske vanligaste derivatklassen – visar att andelen clearade kontrakt ökade från drygt 21 % 2007 till drygt 54 % 2012 – d v s redan innan clearingkraven hade hunnit införas (se *tabell 1*<sup>90</sup>). Marknadens egen dynamik har således redan och oberoende av regleringen identifierat derivat som lämpar sig för CCP-clearing och har också tillhandhållet clearing för dem.

<sup>87</sup> Se prop 2013/14:111 s 22 och Reitz (2013) s 56.

<sup>88</sup> Se P von Hall, "Warum EMIR den Finanzplatz Deutschland stärkt, und trotzdem eine Wettbewerbsverzerrung im Binnenmarkt droht", *Wertpapier-Mitteilungen* 67 (2013) s 674.

<sup>89</sup> Se recit (13).

<sup>90</sup> Aktuell statistik över ränte- och kreditderivat kan fås på [www.swapsinfo.org](http://www.swapsinfo.org).

Tabell I: OTC-marknaden för räntederivat

<b>Teoretiska (notional) värden (trillioner USD)</b>	XII 2007	XII 2008	XII 2009	XII 2010	VI 2011	XII 2011	VI 2012
<b>Ränteswappar OTC</b>	338,7	356,3	342,2	341,0	405,1	362,4	341,2
Utestående ränteswappar OTC	255,2	265,3	241,6	240,1	292,4	262,3	246,0
Andel clearade (%)	21,3	28,6	44,6	51,8	50,9	53,5	54,2
Utestående Forward Rate Agreements OTC	–	–	51,6	55,7	49,2	44,9	51,6
Andel clearade (%)	–	–	–	–	–	2,8	43,2

Källa: ISDA, *Non-Cleared OTC Derivates: Their Importance to the Global Economy* (2013), tabell 1, med data från BIS och SwapClear.

## 2.4 FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR CLEARING

De OTC-derivat som omfattas av clearingkravet ska clearas i en CCP som fått tillstånd (auktoriseras) eller godkänts enligt EMIR för att cleara den relevanta klassen derivat och ingår i Esma:s register (se vidare nedan för derivatklasserna och registret).<sup>91</sup> I reciterna till EMIR sägs att, för att ett OTC-derivat ska kunna clearas, båda kontraktsparterna måste omfattas av ett clearingkrav eller samtycka till clearing.<sup>92</sup> I praktiken tillkommer emellertid även andra krav av närmast praktisk natur. För att en CCP ska kunna hantera clearingen av derivat bör den uppfylla alla följande krav:<sup>93</sup>

- De rättsliga och ekonomiska villkoren ska vara standardiserade och det ska finnas välkända processer för att fånga, bekräfta och processa alla transaktionsdetaljer.
- Derivatet ska ha tillräcklig marknadslikviditet för att CCP:n fortlöpande ska kunna beräkna värdet på de marginalsäkerheter (se nedan) som krävs.
- CCP:n måste ha robusta metoder för att beräkna den initiala marginal-

91 Se art 3.3. Det finns en svensk CCP med tillstånd enligt EMIR, nämligen Nasdaq. Företaget var den första CCP:n som fick tillstånd enligt EMIR. Företagets historia skildras i G Blomé, *Från OM till NASDAQ* (2012); se också Finansmarknadsrådet (2008). Derivathandel hos Nasdaq (dåvarande OM) diskuteras ur rättslig synvinkel i Johansson (1998), SOU 1988:13 och SOU 1989:72 (alla nu något föråldrade).

92 Se recit (22).

93 Se Murphy (2013) s 151 f. Se också de konkreta övervägandena och diskussionerna avseende aktiederivat i ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market* (2014). Hudson (2013) 40–69 menar att det är bekymmersamt att standardiseringskravet ger marknadsaktörerna "an incentive [...] to tend towards the use of deliberately obscure products to escape the regulatory net", utan att diskutera hur t ex de kapitaltäckningsmässiga privilegierna för CCP-clearade derivat påverkar incitamenten. Hudson är sedan tidigare en känd akademisk kritiker av derivat- och andra finansiella marknader och avtal.

säkerheten (se nedan) liksom risken för förfall. Värdet på derivatet bör inte fluktueras för mycket, eftersom det kan ge upphov till såväl under- som översäkerställande.

- Likviditet behövs som mest när den sannolikt är svårast att uppnå. För att en CCP ska kunna stänga en position för en motpart i förfall krävs tillräcklig marknadslikviditet.

Dessa krav anses medföra att få (om några) aktie- eller råvarubaserade OTC-derivat bör underkastas CCP-clearing, eftersom likviditeten i dessa derivat tenderar att koncentreras inför slutdagen. Likviditeten är vanligen bättre för ränte- och liknade swappar; det har uppskattats att lite mer än hälften av dessa lämpar sig för CCP-clearing,<sup>94</sup> d v s ungefär den nivå som marknaden har uppnått på egen hand (se ovan). Få kreditderivat har erforderlig likviditet, eftersom de vanligen är knutna till specifika underliggande parter, med undantag för vissa indexbaserade kontrakt. Trots att de spelade en viss roll i finanskrisen och att ledande förespråkare för obligatorisk CCP-clearing särskilt har apostroferat kreditderivat,<sup>95</sup> torde dessa sällan lämna sig för CCP-clearing.<sup>96</sup> Likviditetskravet innebär att ett derivat torde lämna sig för obligatorisk CCP-clearing endast om det finns minst två CCP:er som erbjuder clearing av derivatet så att marknaden inte sätts i fara om en clearande CCP går omkull. Om det för en klass OTC-derivat inte längre finns en CCP som är auktoriserad eller godkänd för clearing av dessa kontrakt enligt EMIR ska den inte längre omfattas av clearingkravet.<sup>97</sup>

Visserligen gäller att CCP:er som har auktoriserats för clearing av OTC-derivatkontrakt ska acceptera clearing av sådana kontrakt utan diskriminering och på ett transparent sätt.<sup>98</sup> Varken Esmas eller de nationella myndigheterna kan dock tvinga en CCP att clara vissa derivat.<sup>99</sup> Det är CCP:erna själva som

94 Se Murphy (2013) s 152. Se också informationen i *Financial Stability Board, OTC Derivatives Market Reforms. Seventh Progress Report on Implementation (2014)* figur 2.1.

95 Så t ex prop 2012/13:72 s 15; den samling ledande ekonomer som står bakom *The Squam Lake Report (2010)* s 111 ff; och G de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI (2010)* s 361, som menar att CCP-clearing av just kreditderivat brädslande är av nöden.

96 Se Murphy (2013) s 152. Exemplet i Sève (2013) s 588 n (73) om att CCP-clearing av vissa kreditderivat skulle ha motverkat en del av problemen med den grekiska statskulden är därför inte särskilt välfunnet. Statistik för CCP-clearing av kreditderivat (företrädesvis baserade på index) ges i FSB (2014) figur 2.2.

97 Se art 5.4–6. Internationellt tillgängliga CCP:er anges i FSB (2014) tabell 2.5 och bilaga G; fördelningen över olika jurisdiktioner anges i tabell 2.6.

98 Se art 7.1.

99 Se Sève (2013) s 590 f.

avgör för vilka derivat de söker tillstånd;<sup>100</sup> därför är det ytterst CCP:erna som, genom att kontrollera för vilka derivat de söker tillstånd, avgör vilka derivat som kommer att omfattas av clearingkravet. Som kommissionen har påpekat skulle en skyldighet för CCP:er att clara derivat som de själva inte anser sig kunna clara med adekvat riskhantering snarare öka än minska risknivån i det finansiella systemet.<sup>101</sup>

För brott mot bl a clearingkravet föreskriver EMIR att medlemsstaterna ska införa bestämmelser om sanktioner. Sanktionerna ska åtminstone inkludera administrativa avgifter. Sanktionerna i fråga ska vara effektiva, proportionella och avskräckande.<sup>102</sup> För en diskussion av sanktionssystemet – som regleras i EMIR-L – hänvisar jag till min föregående artikel.<sup>103</sup> En överträdelse av bestämmelserna påverkar inte giltigheten av ett derivat eller parternas möjligheter att verkställa bestämmelserna i derivatet och utgör heller ingen grund för skadeståndsanspråk mot en part i derivatet.<sup>104</sup>

## 2.5 DERIVATKLASSER

En klass derivat är ”en underkategori derivat som delar gemensamma och väsentliga egenskaper som åtminstone omfattar förhållandet till den underliggande tillgången, typen av underliggande tillgång och det teoretiska beloppets valuta” (derivat som hör till samma klass kan dock ha olika löptider).<sup>105</sup> Kartläggning av de derivatklasser som bör omfattas av clearingkravet kräver någon sorts förfarande. Esma arbetar här med två metoder – en (A) ”bottom-up”-metod som utgår ifrån vilka derivat som CCP:er faktiskt clara och en (B) ”top-down”-metod där Esma utgår från sin egen analys av vilka derivat som bör omfattas av clearingkravet.<sup>106</sup> Ett av syftena har varit att inte låta processen för att avgöra vilka derivatklasser som ska omfattas av clearingkravet enbart skötas av marknadsaktörerna.<sup>107</sup>

(A) När en behörig myndighet auktoriserar en CCP för clearing av en klass derivat ska den omedelbart anmäla auktorisationen till Esma. Inom sex månad-

100 Se art 14.3 och 17.1 och 2. Köhler (2012) s 387 understryker att det är av vikt att en CCP inte tvingas clara andra än sådana derivat den har kapacitet för. EMIR:s reglering förefaller alltså uppfylla detta krav.

101 Se Kommissionen, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories* (COM(2010) 484/5, 2010/0250 (COD)) s 6.

102 Se art 12.1.

103 Se Hanqvist (2014) s 91 ff.

104 Se art 12.3.

105 Se art 2.6.

106 Se Esma, *The Clearing Obligation under EMIR*, Discussion Paper ESMA/2013/925, No 7.

107 Se Kommissionen (2010) s 7.

er efter mottagande av en anmälan eller efter fullbordande av ett förfarande för godkännande ska Esma, efter att ha genomfört ett offentligt samråd och efter att ha hört Europeiska systemrisknämnden ("ESRB") och, när så är lämpligt, de behöriga myndigheterna i tredjeländer, utarbeta och lägga fram för kommissionens godkännande förslag till tekniska standarder för tillsyn som närmare anger följande:

- (a) den klass derivat som ska omfattas av det clearingkravet;
- (b) det eller de datum från vilket eller vilka clearingkravet ska gälla, inbegripet varje successivt genomförande och de kategorier av motparter som kravet ska gälla; och
- (c) det minimikrav på återstående löptid för derivat vars återstående löptid överstiger det minimikrav på återstående löptid som fastställs av kommissionen.

Kommissionen har befogenhet att anta de tekniska standarderna genom en särskild rättsakt.

(B) Esma ska, på eget initiativ, efter att ha (i) genomfört ett offentligt samråd och (ii) hört ESRB, och, när så är lämpligt, behöriga myndigheter i tredjeländer, i enlighet med kriterierna i punkterna (1), (2) och (3) nedan fastställa och meddela kommissionen vilka derivatklasser som omfattas av clearingkravet, men för vilka någon CCP ännu inte har auktoriserats. Efter detta meddelande ska Esma offentliggöra en förslagsinfordran för clearing av dessa derivatklasser.<sup>108</sup> I det övergripande syftet att minska systemriskerna ska förslagen till tekniska standarder för tillsyn beträffande derivatklass beakta följande kriterier:

- (1) standardiseringsgraden på kontraktsvillkor och operativa processer för den berörda klassen derivat;
- (2) volym och likviditet för den berörda klassen derivat; och
- (3) tillgängligheten till skälig, tillförlitlig och allmänt accepterad prisinformation inom den berörda klassen derivat.

Härvidlag bör beaktas att inte alla OTC-derivat som historiskt har clearats via centrala motparter kan anses vara lämpade för *obligatorisk* CCP-clearing.<sup>109</sup> Vid bestämmandet av vilka derivatklasser som ska omfattas av clearingkravet måste hänsyn tas till särdragen hos de berörda derivaten.<sup>110</sup> Vid utarbetandet av förslagen till tekniska standarder får Esma beakta inbördes samband mellan

<sup>108</sup> Se art 5.1–3.

<sup>109</sup> Se recit (15).

<sup>110</sup> Se recit (19).

motparter som utnyttjar de berörda derivaten, förväntad påverkan på motparts-kreditrisknivåerna samt inverkan på konkurrensen inom unionen. För att säkerställa en konsekvent tillämpning har Esma utarbetat förslag till tekniska standarder för tillsyn med närmare uppgifter om de kriterier som avses i punkterna (a), (b) och (c) ovan som har antagit förslaget i form av KomF. Förslagen till tekniska standarder för tillsyn beträffande volym och likviditet ska beakta följande kriterier:

- den förväntade volymen när det gäller den berörda klassen derivat;
- huruvida fler än en CCP redan utför clearing av samma klass derivat;
- den berörda centrala motpartens kapacitet att hantera den förväntade volymen och att hantera den risk som följer av clearingen av den berörda klassen derivat;
- typ av och antal aktiva motparter som förväntas vara aktiva på marknaden för den berörda klassen derivat;
- den tid som en motpart som omfattas av clearingkravet behöver för att införa arrangemang för att clara sina derivat genom en CCP; och
- riskhanteringskapaciteten och den rättsliga och operativa kapaciteten hos de olika motparter som är aktiva på marknaden för den berörda klassen derivat och som skulle omfattas av clearingkravet.

Kommissionen föreskriver att, när det gäller *standardiseringsgraden* på kontraktsvillkor och operativa processer för den berörda klassen derivat, Esma ska beakta följande:<sup>111</sup>

- (a) huruvida *kontraktsvillkoren* för den berörda klassen inbegriper gemensam rättslig dokumentation, däribland huvudnettningsavtal, definitioner, standardvillkor och standardgodkännanden som anger vilka kontraktsspecifikationer som används gemensamt av motparterna och
- (b) huruvida de *operativa processerna* för den berörda klassen behandlas automatiskt efter handel samt om olika steg i livscykeln hanteras på gemensamt sätt enligt en tidsplan som är allmänt accepterad av motparterna.

När det vidare gäller *volym och likviditet* för den berörda klassen ska Esma beakta följande:<sup>112</sup>

- (a) huruvida CCP:ns marginaler eller finansiella krav skulle vara proportionella i förhållande till den risk som clearingkravet syftar till att begränsa;
- (b) stabiliteten i fråga om marknads storlek och djup för produkten sett över tid;

<sup>111</sup> Se art 7.1 KomF

<sup>112</sup> Se art 7.2 KomF

- (c) sannolikheten för att marknadsspridningen skulle vara tillräcklig om en clearingmedlem hamnar på obestånd; och
- (d) transaktionernas antal och värde.

Beträffande *tillgängligheten till skälig, tillförlitlig och allmänt accepterad prisinformation* inom den berörda klassen ska Esma beakta huruvida (i) den information som behövs för korrekt prissättning av kontrakten inom den relevanta klassen derivat är lättillgänglig för marknadsaktörerna enligt skäliga affärsmässiga villkor och (ii) den skulle fortsätta att vara lättillgänglig om den relevanta klassen derivat omfattades av clearingkravet.<sup>113</sup>

Esma ska upprätta och föra ett *offentligt register* för att korrekt och entydigt identifiera vilka derivatklasser som omfattas av clearingkravet samt hålla detta register uppdaterat. Det offentliga registret ska vara tillgängligt för allmänheten på Esma:s webbplats. Registret ska innehålla följande:

- (a) de klasser som är föremål för clearingkravet;
- (b) de CCP:er som har tillstånd eller har godkänts enligt EMIR som kan utnyttjas för att uppfylla clearingkravet;
- (c) de dagar från och med vilka clearingkravet börjar gälla, inbegripet ett eventuellt successivt genomförande;
- (d) de klasser som har identifierats av Esma;
- (e) det minimikrav på återstående löptid för de derivat vars återstående löptid överstiger det minimikrav på återstående löptid som fastställs av kommissionen; och
- (f) de CCP:er som den behöriga myndigheten har underrättat Esma om när det gäller clearingkravet, samt dagen för var och en av dessa underrättelser.<sup>114</sup>

Efter avslutade konsultationer publicerade Esma sitt slutliga utkast på tekniska råd avseende *räntederivat* för kommissionen att anta genom särskild rättsakt. Kommissionen har till början av januari 2015 på sig att fatta beslut om rättsakten.<sup>115</sup> De derivatklasser som kommer att omfattas av clearingkravet framgår av *bilagan*.

De klasser som berörs i denna första omgång – alltså vissa slags räntederivat – tillhör de mest transparenta typerna av derivat och lämpar sig för genuin

<sup>113</sup> Se art 7.3 KomF.

<sup>114</sup> Se art 6.1 och 2.

<sup>115</sup> Se Esma, *Final Report Draft technical standards on the Clearing Obligation – Interest Rate OTC Derivatives* (ESMA/2014/1184); utkastet till rättsakt återfinns som Annex II. I utkastform finns rättsakten bara på engelska; innan den träder ikraft kommer den att ha översatts till EU:s alla officiella språk.



riskhantering hos icke-finansiella motparter. Tillsammans med valutaderivat torde räntederivat vara vanligast på derivatmarknaden och kommer till användning hos icke-finansiella motparter i praktiskt taget alla branscher.<sup>116</sup> Aktierelaterade derivat är också vanligt förekommande men är, till den del de inte redan är föremål för CCP-clearing på frivillig väg, så pass individuellt utformade (bl a med hänsyn till hur de företag de hänför sig till är utformade och betar sig) att omfattande clearing av sådana derivat lär dröja eller inte alls kunna genomföras.<sup>117</sup> Mer icke-transparenta och komplexa derivat – d v s sådana typer av derivat som trots allt figurerade i finanskrisen – kommer alltså inte i första hand att underkastas clearingkravet; och givet deras bristande transparens är det långt ifrån säkert att de någonsin kommer att bli lämpade för CCP-clearing.<sup>118</sup>

## 2.6 PARTER SOM OMFATTAS AV CLEARINGKRAVET

Clearingkravet gäller för motparter som har ingått OTC-derivat som:

- (1) ingår i en klass som har förklarats vara föremål för clearingkravet (se ovan);
- (2) har ingåtts på ett av följande sätt:
  - (i) mellan *två finansiella motparter*,
  - (ii) mellan *en finansiell motpart och en icke-finansiell motpart vars exponeringar överstiger clearingtröskeln*,
  - (iii) mellan *två icke-finansiella motparter vars exponeringar överstiger clearingtröskeln*,
  - (iv) mellan *en finansiell motpart eller en icke-finansiell motpart vars exponeringar överstiger clearingtröskeln och en i ett tredjeländ etablerad enhet som skulle omfattas av clearingkravet om den var etablerad i unionen*, eller
  - (v) mellan *två enheter som är etablerade i ett eller fler tredjeländer som skulle omfattas av clearingkravet om dessa var etablerade i unionen*, under förutsättning att kontraktet har en direkt, väsentlig och förutsebar verkan inom unionen eller när ett sådant krav är nödvändigt eller lämpligt för att förhindra varje kringgående av denna förordning; och
- (3) har ingåtts eller förnyats endera:
  - (i) på eller efter dagen då clearingkravet börjar gälla för derivat i den klassen eller

<sup>116</sup> Se Ch Proctor, *The Law and Practice of International Banking* (2010) 23.01 och 23.03. Ränte- och valutaswappar diskuteras ur ett nordiskt perspektiv i Tjaum (1996).

<sup>117</sup> Se ISDA (2014) och Murphy (2013) s 152.

<sup>118</sup> Se Murphy (2013) s 93 ff. Jfr Gregory (2014) s 3.

(ii) samtidigt med eller efter anmälan, men före dagen när clearingkravet börjar gälla om kontraktens återstående löptid överstiger det minimikrav på återstående löptid som fastställs av kommissionen.<sup>119</sup>

En ”**finansiell motpart**” är ett värdepappersföretag, ett kreditinstitut, ett försäkringsföretag, ett återförsäkringsföretag, ett fondföretag och i tillämpliga fall dess förvaltningsbolag, ett tjänstepensionsinstitut samt en alternativ investeringsfond som förvaltas av AIF-förvaltare;<sup>120</sup> en ”**icke-finansiell motpart**” är ett i unionen etablerat företag som inte är en CCP eller en finansiell motpart.<sup>121</sup> Nationella myndigheter ska se till att clearingkravet följs.<sup>122</sup> Finansiella motparter är inte ansvariga för klassificeringen avseende clearingkravet av icke-finansiella motparter de ingår avtal med (men ska säkra uppgifter om statusen i avtalen).<sup>123</sup> Kommissionen menade att de icke-finansiella motparterna ”i princip” inte skulle omfattas av EMIR, eftersom de derivat sådana parter ingår normalt vore en del av den kommersiella verksamheten och därför inte vore ”spekulativa”. Kommissionen tyckte dock att det fanns flera skäl till varför icke-finansiella motparter inte helt kunde undantas från EMIR:s tillämpningsområde:<sup>124</sup>

(1) *Regleringens verkansgrad skulle minska om icke-finansiella motparter som är aktiva på derivatmarknaden och ingår avtal med finansiella motparter helt undantogs från regleringen.* Detta en truism. Den relevanta frågan är emellertid om regleringen här leder till överinkluderande, med negativa samhällsekonomiska konsekvenser. Kommissionen diskuterar inte frågan ur det perspektivet.

(2) *Vissa icke-finansiella motparter tar positioner i derivat som kan vara systemviktiga.* Detta i sig självt skulle kunna motivera att just sådana icke-finansiella motparter inkluderas.<sup>125</sup>

(3) *Att helt utesluta icke-finansiella motparter skulle kunna ge finansiella motparter möjligheten att kringgå regleringen genom att genomföra sina derivattransaktioner genom icke-finansiella motparter.* Detta förefaller inte särskilt välfunnet, eftersom egenhandel med derivat liksom handel med derivat å kunders vägnar utgör tillståndspliktig värdepappersverksamhet.<sup>126</sup>

<sup>119</sup> Se art 4.1.

<sup>120</sup> Se art 2.8.

<sup>121</sup> Se art 2.9.

<sup>122</sup> Se art 10.5.

<sup>123</sup> Se Esmā (2014) OTC Answer 4.

<sup>124</sup> Se Kommissionen (2010) s 7.

<sup>125</sup> Detta är den enda av kommissionens fyra grunder som behandlas i Bonneau (2014) No 199 (sista stycket).

<sup>126</sup> Se 2 kap 1 § jfr med definitionen av ”finansiella instrument” i 1 kap 4 § pkt 1 LVPM.

(4) *Regleringskonvergensen med andra länder (såsom USA), som inte helt undantar icke-finansiella motparter från sina motsvarande regleringar, kräver att de icke-finansiella motparterna inte heller helt undantas från EMIR vad gäller rapporterings- och clearingkraven.* Detta övertygar inte särskilt, eftersom värdet av konvergensen måste vägas mot värdet av den materiella regleringen och måste ses i ljuset av hur sådan tredjelandsreglering i varje konkret avseende har utformats.

”**Clearingtröskeln**” anses vara en mycket viktig storhet för alla icke-finansiella motparter. När den fastställs har man vad avser regleringen i *EMIR* ansett att hänsyn bör tas till vilken systemvikt summan av *nettopositionerna* och *nettoexponeringarna* har per motpart och per klass OTC-derivat. I detta sammanhang har man också ansett att lämpliga insatser bör göras för att erkänna de riskbegränsningsmetoder som icke-finansiella motparter utnyttjar inom ramen för sin normala affärsverksamhet.<sup>127</sup> Clearingtröskeln ska anges närmare genom en delegerad rättsakt utfärdad av kommissionen.<sup>128</sup> Så har skett genom KomF.<sup>129</sup> Esmas ska, efter samråd med ESRB och andra berörda myndigheter, regelbundet se över tröskelvärdena och vid behov föreslå tekniska standarder för tillsyn för att ändra dem.<sup>130</sup>

I *KomF* har dock ”Clearingtröskeln” kommit att motsvaras av *olika trösklar* avseende *olika derivatklasser* med utgångspunkt i *brutto-*, inte *netto-*, värdena enligt följande:

- (a) 1 miljard euro i underliggande **bruttovärde** för OTC-kreditderivat;
- (b) 1 miljard euro i underliggande **bruttovärde** för OTC-aktiederivat;
- (c) 3 miljarder euro i underliggande **bruttovärde** för OTC-räntederivat;
- (d) 3 miljarder euro i underliggande **bruttovärde** för OTC-valutaderivat; och
- (e) 3 miljarder euro i underliggande **bruttovärde** för OTC-råvaruderivat samt andra OTC-derivat som inte ingår i punkterna (a)–(d) ovan.<sup>131</sup>

Som har framgått av diskussionen ovan om det särskiljande i derivatclearingen är riskerna i derivat i princip inte konstanta över tid. För att uppnå en anpassning till riskutvecklingen kan OTC-derivat som inledningsvis användes för att minska risker som är kopplade till affärsverksamheten eller likviditets-

<sup>127</sup> Se recit (31).

<sup>128</sup> Se art 10.4 första stycket b).

<sup>129</sup> Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 149/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med avseende på tekniska standarder för tillsyn av indirekta clearingarrangemang, clearingkravet, det offentliga registret, tillträde till en handelsplats, icke-finansiella motparter och riskbegränsningstekniker för OTC-derivatkontrakt som inte clearas via en central motpart.

<sup>130</sup> Se art 10.4 sista stycket.

<sup>131</sup> Se art 11 KomF.

förvaltningsverksamheten behöva vägas upp med hjälp av ytterligare derivat. Till följd av detta kan risksäkringen komma att ske genom en kombination av derivat, vilket inkluderar kvittning av derivat så att man utesluter de derivat som inte längre är kopplade till affärsverksamheten eller likviditetsförvaltningsverksamheten.<sup>132</sup> Riskerna som är direkt kopplade till affärsverksamheten eller likviditetsförvaltningsverksamheten har mycket stor spridning och varierar mellan olika sektorer inom ekonomin. Risker som är kopplade till affärsverksamheten hänger normalt samman med insatsvaror till ett företags produktionsfunktion samt till produkter och tjänster som det säljer eller tillhandahåller. Likviditetsförvaltningsverksamhet avser normalt förvaltningen av en enhets kort- och långsiktiga finansiering, inklusive dess skulder, och hur enheten investerar de finansiella resurser som den skapar eller innehar, inklusive hanteringen av likvida medel. Affärsverksamhet och likviditetsförvaltningsverksamhet kan påverkas av gemensamma riskkällor, t ex valutakurser, råvarupriser, inflation eller kreditrisker. När man analyserar vilka risker som är direkt kopplade till affärsverksamheten eller likviditetsförvaltningsverksamheten bör dessa risker definieras på ett samordnat sätt som täcker in båda verksamheterna, med tanke på att derivaten ingår för att säkra en viss risk. Att separera de båda koncepten skulle dessutom kunna få oönskade konsekvenser, eftersom det skulle kunna innebära att en viss risk säkrades för likviditetsförvaltningsverksamhet respektive affärsverksamhet, beroende på i vilken sektor som de icke-finansiella motparterna är verksamma.<sup>133</sup>

Kommissionen menar att det, även om clearingtrösklarna bör fastställas med utgångspunkt i systemvikten för de sammanhängande riskerna, måste beaktas att de OTC-derivat som minskar riskerna inte ingår i beräkningen av clearingtrösklarna. Kommissionen understryker också att det i clearingtrösklarna får göras ett undantag från principen om clearingkrav för derivat för vilka man kan bedöma att de inte ingår i risksäkringssyfte. Närmare bestämt bör värdet för clearingtrösklarna regelbundet ses över och fastställas genom klassen av derivat. De derivatklasser som fastställs med avseende på clearingtrösklarna behöver inte vara samma derivatklasser som omfattas av clearingkravet. När värdet för clearingtrösklarna fastställs bör vederbörlig hänsyn tas till behovet av att ange en enda indikator som avspeglar systemvikten för en motparts samlade nettopositioner och nettoexponeringar per klass derivat. Dessutom bör de clearingtrösklar som används av icke-finansiella motparter vara enkla att genomföra.<sup>134</sup> Värdet för clearingtrösklarna bör fastställas med utgångspunkt i vilken systemvikt en motparts samlade nettopositioner och nettoexponeringar

132 Se recit (19) KomF.

133 Se recit (20) KomF.

134 Se recit (21) KomF.

har per klass derivat i enlighet med EMIR. Det bör emellertid beaktas att dessa nettositioner och nettoexponeringar är annorlunda än en nettoexponering för olika motparter och tillgångsklasser. I enlighet med EMIR bör dessutom dessa nettositioner adderas för att fastställa vilka uppgifter som ska beaktas vid fastställandet av clearingtrösklarna. Det är, säger kommissionen, *den totala bruttosumman till följd av adderingen av dessa nettositioner som bör beaktas när clearingtrösklarna fastställs*. Det underliggande bruttovärde som följer av denna addering bör användas som referens för fastställande av clearingtrösklarna.<sup>135</sup> De icke-finansiella motparternas verksamhet med OTC-derivat har dessutom en sådan struktur att det vanligtvis leder till en låg nettningsnivå eftersom derivat ingår ”i samma riktning”. Differensen mellan summan av nettositionerna och nettoexponeringarna per motpart och per klass derivat skulle därför, menar kommissionen, ligga mycket nära kontraktens bruttovärde; för att uppnå målet om enkelhet bör därför bruttovärdet för derivat användas som ett giltigt ”ställföreträdande värde” (*proxy*) för det mått som ska beaktas när clearingtröskeln fastställs.<sup>136</sup>

Eftersom icke-finansiella motparter som inte överskrider clearingtröskeln inte behöver omvärdera sina OTC-derivat till aktuellt marknadsvärde (*mark-to-market*), skulle det inte vara rimligt att använda detta mått för att fastställa clearingtrösklarna eftersom detta skulle medföra en tung börda för de icke-finansiella motparterna som inte står i proportion till den risk det handlar om. Att i stället använda derivatens *nominella värde* skulle, enligt kommissionen, innebära att de icke-finansiella motparterna kan använda sig av ett enkelt tillvägagångssätt som inte exponeras för yttre händelser.<sup>137</sup> Vidare menar kommissionen att, om ett av de värden som har fastställts för en klass derivat överskrider, detta bör innebära att clearingtröskeln överskrider för samtliga klasser, eftersom (i) derivat som minskar riskerna inte ingår i beräkningen av clearingtröskeln; (ii) konsekvenserna av att clearingtröskeln överskrider inte bara omfattar clearingkravet utan även riskbegränsningsteknikerna; samt (iii) att det tillvägagångssätt som icke-finansiella motparter bör tillämpa i fråga om relevanta skyldigheter enligt EMIR bör vara enkelt eftersom merparten av dem ”inte är så avancerade”.<sup>138</sup>

Vid beräkningen av positionerna i förhållande till clearingtröskeln ska den icke-finansiella motparten inkludera alla de OTC-derivat som denne eller andra icke-finansiella motparter inom den grupp som denne tillhör har ingått, som inte på ett ”objektivt mätbart sätt minskar de risker som är direkt kopplade

135 Se recit (22) KomF.

136 Se recit (23) KomF.

137 Se recit (24) KomF.

138 Se recit (25) KomF.

till den icke-finansiella motpartens eller denna grupps affärsverksamhet eller likviditetsförvaltning”.<sup>139</sup> Detta begrepp är vidare än det redovisningsmässiga hedgningsbegreppet enligt IFRS.<sup>140</sup> Bedömningen av vad som på ett ”objektivt mätbart sätt minskar” de relevanta riskerna styrs av de närmare bestämmelserna i en delegerad rättsakt av innebörd att ett derivat uppfyller kraven om det, för egen del eller i kombination med andra derivat, uppfyller något av följande villkor, oavsett om detta sker *direkt* eller genom ett *nära knutet instrument*:

- (a) det täcker de risker som följer av potentiella förändringar av värdet för tillgångar, tjänster, insatsvaror, produkter, råvaror eller skulder som den icke-finansiella motparten eller dess koncern äger, producerar, tillverkar, bearbetar, tillhandahåller, köper, handlar med, hyr, säljer eller ådrar sig eller rimligtvis kan räkna med att äga, producera, tillverka, bearbeta, tillhandahålla, köpa, handla med, hyra, sälja eller ådra sig i samband med sin vanliga affärsverksamhet;
- (b) det täcker de risker som följer av en potentiell indirekt inverkan på värdet av tillgångar, tjänster, insatsvaror, produkter, råvaror eller skulder enligt punkt a, som uppstår till följd av fluktuation i räntor, inflation, valutakurser eller kreditrisker; eller
- (c) det uppfyller kraven för att vara ett risksäkringskontrakt enligt IFRS, som antagits i enlighet med art 3 i Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002.<sup>141</sup>

Vad gäller nära knutna instrument har kommissionen anfört att det under vissa omständigheter inte alltid är möjligt att säkra en risk genom att använda ett direkt kopplat derivat, ett kontrakt med exakt samma underliggande tillgång och avvecklingsdag som den täckta risken. I så fall får den icke-finansiella motparten använda sig av risksäkring ”*by proxy*” genom ett ”ställföreträdande” värde, och utnyttja ett sådant ”nära knutet instrument” för att täcka exponeringen, t ex ett instrument som har en annan men mycket närbesläktad underliggande tillgång sett till ekonomiskt beteende. Vidare får vissa grupper av icke-finansiella motparter som ingår OTC-derivat via en separat enhet för att säkra sin risk i förhållande till gruppens samlade risker använda makro- eller portföljsäkring. Dessa derivat för makro- eller portföljsäkring eller risksäkring ”*by proxy*” kan utgöra risksäkring enligt EMIR:s regler och bör vägas mot de ovan angivna kriterierna för att fastställa vilka derivat som minskar riskerna objektivt sett.<sup>142</sup>

<sup>139</sup> Se art 10.3.

<sup>140</sup> Se Esma (2014) OTC Answer 10.

<sup>141</sup> Se art 10.4 första stycket a) och art 10 KomF.

<sup>142</sup> Se recit (18) KomF.

Öppningen för ”nära anknutna instrument” visar på vissa problem med själva den konceptuella uppdelningen mellan ”spekulativa” och ”säkrande (icke-spekulativa)” derivat.<sup>143</sup> För det första är ofta ”spekulanten” den nödvändiga motparten till den säkrande parten, varför ett och samma derivat samtidigt kan vara både säkrande och spekulativt: säkringen och spekulationen är *komplementära*, på motsvarande sätt som ett försäkringsföretags ”spekulation” att försäkringsfallet *inte* inträffar är en förutsättning för att den försäkrade ska få något försäkringskydd. För det andra förekommer ofta ”orena hedgar” eller ”dynamisk hedgning”, d v s säkringsstrategier som inte är fullständigt symmetriska i förhållande till den risk som ska säkras och som därför delvis blir ”spekulativa”. Detta kan t ex bero på att det för säkrandet av en viss risk kanske inte finns något lämpligt instrument eller någon villig (spekulerande) motpart. För det tredje kan ”spekulanten” ha säkrat sin ”spekulativa” risk i förhållande till en tredje part, varför den förres position inte längre är spekulativ.<sup>144</sup> För det fjärde utgör ”spekulationen” endast en antecipation av riskutvecklingen, vilket inte är unikt för derivatmarknaderna utan kännetecknar all ekonomisk verksamhet.<sup>145</sup> EMIR kan alltså med relativt stor säkerhet komma att verka på ett såväl under- som överinkluderande sätt.

När en icke-finansiell motpart tar positioner i OTC-derivat som överskrider clearingtröskeln ska denna icke-finansiella motpart (a) omedelbart underrätta Esmas och den behöriga nationella myndigheten om detta, (b) börja omfattas av clearingkravet för framtida kontrakt i enlighet med artikel 4 om den rullande genomsnittspositionen under 30 arbetsdagar överskrider tröskeln och (c) clara alla relevanta framtida kontrakt inom fyra månader från det att de börjat omfattas av clearingkravet. En icke-finansiell motpart som har börjat omfattas av clearingkravet i enlighet med punkt (b), och som senare visar den behöriga myndigheten att den rullande genomsnittspositionen under 30 arbetsdagar inte överskrider clearingtröskeln, ska inte längre omfattas av clearingkravet.<sup>146</sup>

143 Se t ex Goris (1994) 3–1 (“the difference between hedging and speculation is in practice far from clear cut”) m fl ställen.

144 Se Merville (2014) No 38; se också Sève (2013) s 490, Lombardini (2012) IV.34 och V.17 och P Sercu, *International Finance* (2009) s 172 f. Försäkringsanalogin är min egen. I jurisdiktioner där frågan om huruvida derivat är ogiltiga avtal om vadslagning kan komplementariteten vara avgörande eftersom åtminstone den ena parten i det sammanhanget inte ”slår vad” på ett förment omoraliskt och därmed rättsligt ogiltigt sätt (jfr Hudson (2012) 6–12). Hela frågan om vadslagning diskuteras i Tjaum (1996) Del 3. Det kan hävdas att House of Lords i det notoriska fallet *Hazell v Hammersmith and Fulham* [1992] 2 AC 1 kom till slutsatsen att de aktuella ränteswapparna vore spekulativa p g a att de höga juristerna helt enkelt inte förstod hur ett säkrande derivat – sett i sitt ekonomiska sammanhang – fungerar (se Goris (1994) 1–7). Domskälen i fallet har utsatts för mycken och hård kritik (se t ex Goris (1994) 1–7 f och Tjaum (1996) s 88 ff).

145 Se Merville (2014) No 37.

146 Se art 10.1 och 2.

Clearingkravet är försett med vissa undantag, som dock torde böra tolkas snävt.<sup>147</sup> OTC-derivat som utgör *transaktioner inom gruppen* omfattas inte av clearingkravet om, och endast om:

- (a) två motparter som är etablerade i unionen och ingår i samma grupp först skriftligen har underrättat sina respektive behöriga myndigheter att de har för avsikt att utnyttja undantaget för derivat som de ingått med varandra (med iakttagande av vissa tidsfrister och möjlighet för myndigheterna att invända att förutsättningarna för undantaget inte är uppfyllda) eller
- (b) derivatet har ingåtts mellan två motparter som ingår i samma grupp och som är etablerade i en medlemsstat och i ett tredjeland, om den motpart som är etablerad i unionen av sin behöriga myndighet auktoriserats att tillämpa undantaget.<sup>148</sup>

För en *icke-finansiell motpart* är en transaktion inom en grupp ett OTC-derivat som ingås med en annan motpart som ingår i samma grupp under förutsättning att båda motparterna helt och hållet omfattas av samma konsolidering och att de omfattas av lämpliga centraliserade förfaranden för bedömning, mätning och kontroll av risker och att denna motpart är etablerad inom unionen eller, om den är etablerad i ett tredjeland, att kommissionen har antagit en genomförandeakt beträffande det tredjelandet.<sup>149</sup> I förhållande till en *finansiell motpart* är en transaktion ”inom gruppen”:

- (a) ett derivat som ingås med en annan motpart som ingår i samma grupp, under förutsättning att:
  - (i) den finansiella motparten är etablerad inom unionen, eller, om den är etablerad i ett tredjeland, kommissionen har antagit en genomförandeakt beträffande det tredjelandet;
  - (ii) den andra motparten är en finansiell motpart, ett finansiellt holdingföretag, ett finansinstitut eller ett företag för anknutna tjänster som omfattas av tillfredsställande tillsynskrav;
  - (iii) båda motparterna till fullo omfattas av samma konsolidering; och
  - (iv) båda motparterna omfattas av lämpliga centraliserade förfaranden för bedömning, mätning och kontroll av risker;

<sup>147</sup> Jfr recit (22): ”Undantag från clearingkravet bör utformas restriktivt, eftersom de kan minska kravets effektivitet och fördelarna med clearing via centrala motparter samt leda till regel-arbitrage mellan vissa grupper av marknadsaktörer.”

<sup>148</sup> Se art 4.2.

<sup>149</sup> Se art 3.1.



- (b) ett derivat som ingås med en annan motpart, där de båda motparterna ingår i samma institutionella skyddssystem, under förutsättning att det villkor som anges i led (a)(ii) i denna punkt är uppfyllt;
- (c) ett derivat som ingås mellan kreditinstitut som är underställda samma centrala företagsenhet eller mellan ett sådant institut och den centrala företagsenheten; eller
- (d) ett derivat som ingås med en icke-finansiell motpart som ingår i samma grupp under förutsättning att båda motparterna helt och hållet omfattas av samma konsolidering och att de omfattas av lämpliga centraliserade förfaranden för bedömning, mätning och kontroll av risker och att denna motpart är etablerad i unionen eller inom ett tredjelands jurisdiktion för vilken kommissionen har antagit en genomförandeakt beträffande det tredjelandet.<sup>150</sup>

### 3. RISKER OCH RISKHANTERING I CCP-CLEARINGEN

CCP:er koncentrerar främst kreditrisken och behöver därför skydda sig själva.<sup>151</sup> EMIR innehåller därför en rad föreskrifter om bl a kapitalkrav,<sup>152</sup> vissa allmänna organisatoriska krav,<sup>153</sup> deltagandekrav för clearingmedlemmar,<sup>154</sup> separering och överförbarhet av clearingpositioner,<sup>155</sup> exponeringshantering,<sup>156</sup> marginalsäkerheter,<sup>157</sup> obeståndsfond,<sup>158</sup> andra finansiella medel,<sup>159</sup> likviditetskontroll<sup>160</sup> och riktlinjer för investeringar.<sup>161</sup> För kunderna är troligen kraven på säkerheter de praktiskt sett viktigaste. Det är clearingkravet och CCP:ernas därav förstärkt centrala roll och funktion som gör att det blir nödvändigt att reglerna CCP:er på detta sätt.<sup>162</sup> Detta illustrerar ett allt vanligare fenomen inom unionsrätten: viss reglering får i sin tur rättfärdiga ytterligare reglering. Det är lätt att se att en reformiver som vilar på en sådan regleringsfilosofi saknar naturliga gränser.

<sup>150</sup> Se art 3.2. Motparter ska anses omfattas av samma konsolidering under de förutsättningar som anges i art 3.3.

<sup>151</sup> Se Murphy (2013) s 145.

<sup>152</sup> Se art 19.

<sup>153</sup> Se art 26 ff (inkl krav i art 28 på en särskild riskkommitté).

<sup>154</sup> Se art 37.

<sup>155</sup> Se art 39.

<sup>156</sup> Se art 40.

<sup>157</sup> Se art 41.

<sup>158</sup> Se art 42.

<sup>159</sup> Se art 43.

<sup>160</sup> Se art 44.

<sup>161</sup> Se art 47.

<sup>162</sup> Se recit (49). Se också recit (1) ff till Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut och D Hanqvist, "The Importance of Being Earnest: Ontological, Epistemological and Constitutional Aspects of Credit Ratings" i J Kleinman, L Gorton & A Verständig (red), *Perspectives on Credit Rating Agencies* (2013) s 213.

EMIR föreskriver att en CCP ska, för att begränsa sin ”inledande” och ”fortlöpande” kreditexponering kräva in säkerheter från clearingmedlemmar;<sup>163</sup> medlemmarna i sin tur kräver in motsvarande säkerheter från sina kunder.<sup>164</sup> Säkerheterna är s k *marginalsäkerheter* (*margin*), d v s säkerheterna ska vara tillräckliga för att täcka eventuella exponeringar som CCP:n beräknar skulle kunna föreligga tills motsvarande positioner avvecklats. De ska även vara tillräckliga för att över en lämplig tidshorisont täcka förluster från minst 99 % av exponeringsrörelserna och ska trygga att en CCP åtminstone på *dagsbasis* från alla sina clearingmedlemmar har fullständiga säkerheter för alla sina exponeringar. En CCP ska regelbundet övervaka och vid behov se över nivån på marginalsäkerheterna, så att dessa återspeglar *nuvarande marknadsförhållanden*. För fastställandet av sina marginalsäkerheter ska en CCP tillämpa modeller och parametrar som inbegriper de clearade produkternas riskegenskaper och tar hänsyn till intervallet mellan indrivningar av marginalsäkerheter, till marknadens likviditet och till möjliga förändringar under transaktionens löptid. En CCP ska kräva marginalsäkerheter under loppet av dagen, åtminstone när i förväg fastställda tröskelvärden överskridits. En CCP ska kräva marginalsäkerheter som är tillräckliga för att täcka den risk som härrör från de positioner som registrerats på varje konto med avseende på särskilda finansiella instrument. En CCP får beräkna marginalsäkerheter med avseende på en portfölj med finansiella instrument, förutsatt att den använda metoden är försiktig och stabil.<sup>165</sup> De tillgångar som ställs som säkerhet ska vara ”mycket likvida” med ”minimala kredit- och marknadsriskar”.<sup>166</sup>

I själva verket kräver CCP:n in marginalsäkerheter i två olika avseenden: dels för att periodiskt täcka de dagliga variationerna i exponeringarna (säkerheterna fungerar alltså som ett slags förskottsbetalning) (*variation margin*, ”VM”), dels för att täcka den okända kreditrisk som uppstår mellan den senaste leveransen av VM och ett förfall. Denna senare form som avser slutet på exponeringen måste p g a av svårigheterna med att tvinga en insolvent part att ställa säkerhet lämnas över redan inledningsvis; den kallas därför *initial margin* (”IM”). Förhållandet illustreras av *figur 5*.<sup>167</sup> Om VM har hanterats rätt kvarstår vid stängningen av positionerna endast den kreditrisk som har uppstått p g a av marknadsrörelser efter senaste överföringen av IM. Denna risk är framtida och därför i princip okänd. IM beräknas dock utifrån historisk statistisk marknadsinformation (det är bl a därför viss likviditet i derivatet krävs, eftersom denna information annars lätt blir missvisande). Om IM visar sig otillräcklig tillgriper

<sup>163</sup> Se art 46.1 jfrd med art 41.1.

<sup>164</sup> Jfr art 37.3.

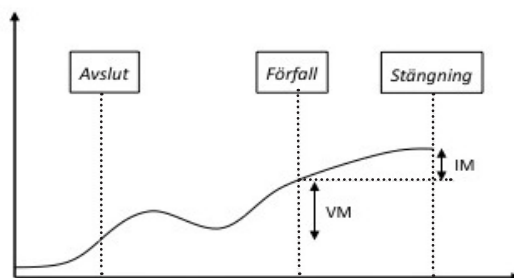
<sup>165</sup> Se art 41.

<sup>166</sup> Se art 46.1 och 2.

<sup>167</sup> Figuren har hämtats från Murphy (2013) figur 2.6; se också Gregory (2014) figur 6.2.

CCP:n bl a obeståndsfonden och sitt eget kapital för att absorbera en eventuell förlust.<sup>168</sup> IM motsvarar en hypotetisk exponering, till skillnad från VM som avses täcka en redan uppkommen skuld; IM är därför ett för parterna dyrt förfarande som vanligen inte förekommer i samband med OTC-derivat.<sup>169</sup>

Figur 5: Förhållandet mellan VM och IM



#### 4. AVSLUTNING

CCP-clearingen avses fungera riskreducerande och stabiliserande. Det finns emellertid flera faktorer som antyder att detta inte nödvändigtvis är fallet:

- Problemformuleringen och valet av ”lösning” kan båda ifrågasättas: OTC-derivat spelade ingen avgörande roll i finanskrisen<sup>170</sup> – i synnerhet inte de derivat som lämpar sig för OTC-clearing, och de kreditderivat som var av viss relevans för krisen lämpar sig inte för sådan clearing.
- Den obligatoriska CCP-clearingen motiveras av att den tros bidra till bättre transparens avseende OTC-derivat genom att samla in, behålla och publicera data om priser, volymer och positioner.<sup>171</sup> Det är uppenbart att detta mål uppnås genom transaktionsrapporteringen och att obligatorisk CCP-clearing inte är särskilt ägnad att uppnå målet.

<sup>168</sup> Se art 45.

<sup>169</sup> Se Gregory (2014) s 7.

<sup>170</sup> Se D Duffie, A Li & Th Lubke, ”Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* no 424 (2010); Henderson (2010) s xi; Séve (2013) s 574; och Murphy (2013) s 93 ff. Jfr Gregory (2014) s 3. Se också minoritetsyttrandena i National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, *The Financial Crisis Inquiry Report* (2011) s 414 (K Hennessy, D Holtz-Eakin och B Thomas) och s 447 (P J Wallison). Jfr också redan SOU 1988:13 s 223 med motsvarande slutsatser vid borsfallen 1987. För en kritik av standardberättelsen om den finansiella krisen, se D Hanqvist, ”Den offentlighetsrättsliga reaktionen på finanskrisen (I): Problemformulering och orsaker”, FT 2011 s 57 och Séve (2013) kap 1.1.

<sup>171</sup> Se Ingves (2013) s 21.

- Den traditionella CCP-clearingen har växt fram stegvis och på empirisk grund i enlighet med de behov som har uppkommit för berörda parter och produkter.<sup>172</sup> Den senaste mycket snabba tillväxten i CCP-clearing har inte byggts på samma inkrementella och empiriskt grundade experimentella sätt utan har artificiellt stimulerats av politiska krav på drastiska ökning- ar av storleken på och riskerna för CCP:er som clearar OTC-derivat.<sup>173</sup> CCP-clearingen beträder därför framöver i hög grad okänd mark med okända risker. Klart är emellertid att den obligatoriska clearingen kommer att påverka de finansiella marknadernas beteenden som, givet marknader- nas komplexa och dynamiska natur, inte låter sig förutsägas.<sup>174</sup>
- Det är sedan länge känt att marknaden för OTC-derivat har varit starkt koncentrerad till ett fåtal större institutioner.<sup>175</sup> CCP:er har gått omkull; vid kraschen 1987 ställde detta till betydande problem. Det kan knappast undvikas att CCP:er, som ett resultat av regleringen och i den mån de är framgångsrika, blir för stora för att inte behöva undsättas av stater om de går under (*too big to fail*).<sup>176</sup> En undersökning har visat att de amerikanska regler som motsvarar EMIR inte hade lett till ett mer gynnsamt läge för hanteringen av Lehman-konkursen om de hade gällt då – problemen hade istället yttrat sig hos CCP:n.<sup>177</sup> Kapital- och organisationskraven ut- gör också trösklar som försvarar för nya konkurrenter att ta sig in på CCP- marknaden.<sup>178</sup> Även om vissa bedömare menar att det vore önskvärt med en koncentration av CCP-marknaden,<sup>179</sup> bidrar en sådan koncentration till att

172 Se Murphy (2013) s 146 och R Kroszner, "Central Counterparty Clearing: History, Innovation, and Regulation", tal 2006-04-03 ([www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20060403a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20060403a.htm), senast hämtad 2014-11-05).

173 Se Murphy (2013) s 151.

174 Se Gregory (2014) s 8.

175 Se United States General Accounting Office, *Financial Derivatives. Actions Needed to Protect the Financial System* (1994) s 36 f. Choudhry (2012) s 811 föreställer sig att införandet av CCP-clearing skulle medföra "the establishment of a global central clearing agency for OTC derivatives". Detta har inte varit ambitionen och det vore en stor olycka om så blev fallet.

176 Se M Singh, "New Regulations and Collateral Requirements – Implications for the OTC Derivatives Market", *SWIFT Institute Working Paper No 2012-004* (2013) och "Limiting Taxpayer 'Puts'—An Example from Central Counterparties", *IMF Working Paper WPI/14/203* (2014) resp L Hermans, P McGoldrick & H Schmiedel, "Central counterparties and systemic risk", *ESRB Macroprudential Commentaries No 6* (2013).

177 Se S Kimberly, "An Examination of Lehman Brothers' Derivatives Portfolio Post-Bankruptcy and Whether Dodd-Frank Would Have Made Any Difference," (2012) ([media.hoover.org/documents/Kimberly-Summe-Dodd-Frank-20110421.pdf](http://media.hoover.org/documents/Kimberly-Summe-Dodd-Frank-20110421.pdf); senast hämtad 2014-11-13).

178 Se Tomasi (2002) No 144. Jfr kraven som formuleras i CPMI-IOSCO (2014).

179 Se t ex *The Squam Lake Report* (2010) s 117. I D Heller & N Vause, "Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives", *BIS Working Papers No 373*

förstärka CCP:ernas ställning som *too big to fail* – dvs just det förhållandet hos finansiella institutioner som det är angeläget att kraftigt reducera.<sup>180</sup>

- Eftersom CCP:erna redan är, och alltjämt kommer att vara, i hög grad internationaliserade är det ytterst oklart vilken stat som ska ta ansvaret vid en räddningsaktion. De nationella konflikterna kring internationellt aktiva banker efter finanskrisen visar på vilka problem som kan uppstå.
- CCP-clearingen förväntas minska systemrisken.<sup>181</sup> Om fler hittills inte CCP-clearade derivat blir föremål för clearing ökar sannolikt riskkomplexiteten i CCP:erna eftersom marknaden redan clearar de mest standardiserade instrumenten. Risker i CCP:erna kan därför antas komma att öka.<sup>182</sup> De finansiella institutionernas sammanlänkande är dels en fördel eftersom det medger att risker kan spridas på flera, dels en nackdel eftersom riskerna som har spridits kan vara för stora att hantera där de hamnar varför en kris kan spridas genom systemet. Sådana spridningseffekter uppstår också på institutionernas beroende av viss infrastruktur. CCP-clearingens i grunden bilaterala natur innebär ju att varje motpart har en egen kreditrisk på CCP:n.<sup>183</sup> Genom den obligatoriska CCP-clearingen kopplas fler institutioner samman i högre grad via ett med nödvändighet fåtal CCP:er, vilket ökar nätverksriskerna i det finansiella systemet.<sup>184</sup> Den sammankoppling som OTC-derivaten ger<sup>185</sup> motverkas alltså inte principiellt genom obligatorisk CCP-clearing.
- CCP-clearingen förväntas reducera motpartsrisken genom att tvinga fram ”multilateral nettning” mellan derivathandlare i en viss given marknad, tvinga fram säkerställande avseende exponeringar och mobilisera CCP:ernas resurser och riskhantering.<sup>186</sup> Som har framgått ovan är dock CCP-clearingen i rättsligt avseende bilateral, inte multilateral. Krav på att exponeringar säkras kan uppfyllas på annat sätt än genom CCP-clearing – vilket också avseende OTC-derivat som inte clearas genom CCP:er sker

(2012) förespråkas CCP-koncentration som ett sätt att spara på de tillgångar som krävs som säkerheter vid CCP-clearingen.

180 Se t ex R G Rajan, *Fault Lines* (2011) s 169 ff.

181 Se Ingves (2013) s 21.

182 Se Murphy (2013) s 8. Se också Köhler (2012) s 379 och SOU 1988:13 s 262.

183 Se Köhler (2012) s 172 som visserligen diskuterar icke-clearade derivat; men effekten är alltså inte begränsad till dessa och CCP-clearingen löser inte, men kan väl förvärra, problemet.

184 Se Murphy (2013) s 106. Se också Ingves (2013) s 21.

185 Se United States General Accounting Office (1994) s 37 ff.

186 Se Ingves (2013) s 21.

genom EMIR:s krav på riskhantering och säkerställande.<sup>187</sup> Det är oklart varför CCP:er skulle anses särskilt resurstarka eller mer framstående vad gäller riskhantering än t ex banker eller värdepappersbolag som är föremål för omfattande kapital- och riskhanteringskrav.<sup>188</sup>

- Kraven på marginalsäkerheter innebär inte bara en kostnad för clearingparterna som tar tillgångar som annars funnits tillgängliga för produktiva investeringar – skyldigheten att tillhandahålla tillgångar av viss högre kvalitet inom clearingen kommer sannolikt att dels under normala förhållanden reducera mängden sådana tillgångar som kan hållas likvida (tillgångar som hålls som säkerhet, särskilt som IM, blir låsta och reducerar därför likviditeten hos aktuella tillgångsslag). Detta samverkar även med den större efterfrågan på sådana tillgångar som kommer att följa av bankernas kommande likviditetskrav. I kristider kan därför marknaderna för de aktuella tillgångarna påverkas kraftigt av den efterfrågan som drivs av regleringarna.<sup>189</sup> Om säkerheterna behöver säljas på ett förfall som beror på ändringar i marknadsvärdet på det standardiserade derivatet kan det antas att många andra parter också drabbas, med påföljd att utbudet på aktuella tillgångar artificiellt ökar med sjunkande priser – och förnyade krav på marginalsäkerheter i kompenserande grad – som följd.<sup>190</sup>
- Clearingen kan också – inte minst genom det incitament för CCP-clearing som ges i kapitaltäckningsreglerna<sup>191</sup> – leda till en överdriven handel i CCP-clearade derivat jämfört med vad som annars vore fallet, med förhöjd risk i CCP-systemet som följd.<sup>192</sup>
- OTC-derivaten erbjuder, just för att de inte är standardiserade, bättre möjligheter för t ex industriföretag eller rederi som vill prissäkra eller annars hantera finansiella risker att få en skraddarsydd lösning.<sup>193</sup>

187 Se art 11.

188 LCH.Clearnet är en av världens ledande CCP:er och har fått mycket beröm för sitt agerande i samband med Lehmann-konkursen. Det ska dock noteras att LCH.Clearnet följer Basel-reglerna, d v s samma regler som banker och värdepappersbolag, vad gäller kapitalkrav. Se J Aïgrain, "CCPs as instruments of stability and risk mitigation", *Banque de France Financial Stability Review*, No 17 April 2013 s 155.

189 Se Murphy (2013) s 9. Jfr Ingves (2013) s 25.

190 Se M Singh, "Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market". *IMF Working Paper WP/10/99* (2010) och Singh (2013). Se också Fuchs (2013), som visserligen diskuterar icke-clearade derivat – men effekten är alltså inte begränsad till dessa.

191 Se art 300 ff CRR.

192 Se Gregory (2014) s 9.

193 Se Tomasi (2002) No 8 och A H Alizadeh & N K Nomikos, *Shipping Derivatives and Risk Management* (2009) s 9.

Undersökningar som nyligen har gjorts visar att OTC-derivat är fördelaktigare ur risksäkringssynpunkt för noterade icke-finansiella företag än CCP-clearade derivat.<sup>194</sup> Genom att regleringen favoriserar CCP-clearing och därmed standardiserade derivat, minskar möjligheterna och ökar kostnaderna för icke-finansiella motparter att få sina realekonomiska risker säkrade eller begränsade genom det finansiella systemet (vilket just är en av det finansiella systemets centrala uppgifter<sup>195</sup>).

- Eftersom regleringen, t ex vad avser vad som är ”spekulative” eller ”säkrande” kontrakt, är konceptuellt förvirrad kan den få oavsedda konsekvenser.
- Derivatmarknaderna – både inom den finansiella sektorn och inom real ekonomin – kommer med säkerhet att förändras genom de strukturella och beteendemässiga anpassningar som följer av den obligatoriska clearingen och riskkoncentrationen i ett fåtal CCP:er. Hur dessa förändringar kommer att se ut, och huruvida de kommer att göra det finansiella systemet säkrare, är idag långt ifrån klart. Däremot synes det vara klart att regleringarnas allmänna tröghet och de politiska svårigheterna att avskaffa icke-adekvat reglering – brister i regleringen hanteras oftast från politiskt håll med nya, överlappande regleringar istället för att de bristande regleringarna undanröjs – leder till att vi på gott och ont kommer att få leva med de nya byråkratiskt tyngre och för samhället dyrare förfarandena under lång tid framöver. 🙄

---

194 Se I Popova & B Simkins, *The Value of OTC Derivatives* (2014).

195 Se von Hagen & von Stein (2000) s 7; Köhler (2012) s 82 och 94 f; SOU 2000:11 s 92 ff och kap 10; prop 2006/07:115 s 264 f; och prop 2006/07:5 s 81.

## BILAGA

### *Derivatklasser som omfattas av clearingkravet*

Table 1: Basis swaps classes

id	Type	Reference Index	Settlement Currency	Maturity	Settlement Currency Type	Optionality	Notional type
A.1.1	Basis	EURIBOR	EUR	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.1.2	Basis	LIBOR	GBP	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.1.3	Basis	LIBOR	JPY	28D-30Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.1.4	Basis	LIBOR	USD	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable

Table 2: Fixed-to-float interest rate swaps classes

id	Type	Reference Index	Settlement Currency	Maturity	Settlement Currency Type	Optionality	Notional type
A.2.1	Fixed-to-float	EURIBOR	EUR	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.2.2	Fixed-to-float	LIBOR	GBP	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.2.3	Fixed-to-float	LIBOR	JPY	28D-30Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.2.4	Fixed-to-float	LIBOR	USD	28D-50Y	Single currency	No	Constant or Variable

Table 3: Forward rate agreement classes

id	Type	Reference Index	Settlement Currency	Maturity	Settlement Currency Type	Optionality	Notional type
A.3.1	FRA	EURIBOR	EUR	3D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.3.2	FRA	LIBOR	GBP	3D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.3.3	FRA	LIBOR	USD	3D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable

Table 4: Overnight index swap classes

id	Type	Reference Index	Settlement Currency	Maturity	Settlement Currency Type	Optionality	Notional type
A.4.1	OIS	EONIA	EUR	7D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.4.2	OIS	FedFunds	USD	7D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable
A.4.3	OIS	SONIA	GBP	7D-3Y	Single currency	No	Constant or Variable