

Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG

DAN HANQVIST

Hantering av kreditrisker i icke-clearade OTC-derivat

Särtryck ur häfte 1/2015

Nummer 1/2015

HANTERINGEN AV KREDITRISKER I ICKE-CLEARADE OTC-DERIVAT

Av Dan Hanqvist¹

*”Porque la vida [...] es la
única entidad del universo
cuya sustancia es peligro.”*

—J Ortega y Gasset

EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (EMIR) föreskriver bl a vissa riskhanteringskrav för sådana derivat som inte blir föremål för clearing. Artikeln behandlar sedan länge vanligt förekommande bilaterala arrangemang för att hantera kreditrisken i OTC-derivat och de nya regler på området som har införts genom EMIR. Artikeln avslutas med sammanfattande synpunkter.

I. BAKGRUND

I två tidigare artiklar har jag behandlat rapporteringsskyldigheten och transaktionsregistren² respektive clearingkravet³ enligt förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (**”EMIR”**)⁴. Förordningen kompletteras av delegerade rättsakter antagna av kommissionen och olika sorters vägledningsdokument från den Europeiska värdepappersmarknadsmyndigheten (**”Esma”**) samt, för svensk del, lagen (2013:287) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (**”EMIR-L”**) och vissa andra kompletterande lagändringar.⁵ Även i framtiden kommer OTC-derivat (d v s derivat som inte ”handlas” på en organiserad marknad) som inte blir föremål för clearing via ”central motpart” (*central counterparty*, **”CCP”**) att användas i praktiken. Som jag påpekade i de tidigare artiklarna liknar derivat oftast låneavtal mer än t ex köp av aktier och obligationer. I derivat finns en risk att motparten inte fullgör sin betalningsskyldighet i rätt tid (kreditrisk)⁶ väsentligen motsvarande vad som

¹ Advokat, jur kand, fil kand, LLM (Edin), Finance & Regulatory Counsel, Advokatfirman Roschier, Stockholm.

² Se D Hanqvist, ”Obligatorisk fullständig rapportering av derivattransaktioner”, JP 2014 s 77 (2014a).

³ Se D Hanqvist, ”Obligatorisk clearing av OTC-derivat genom centrala motparter”, JP 2014 s 381 (2014b).

⁴ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

⁵ Se prop 2013/14:111. – Hänvisningar till unionsrättsakter avser artikel, om inte annat anges.

⁶ För denna definition av ”kreditrisk”, se t ex D Shirreff, *Dealing With Financial Risk* (2004) s 193; se också D Robine, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives* (2003) s 8 f.

gäller för lån. Trots att mycket av derivatterminologin kommer från handlar-kulturen snarare än från traditionell långgivning, är det viktigt att inse att OTC-derivat vanligen är avtal med relativt lång löptid som medför kreditrisk, med konsekvenser för såväl beslutsprocessen för att sluta avtalet som för hur det dokumenteras.⁷ Till skillnad från vad som gäller lån kan marknadsrörelser hos derivatets underliggande tillgångar variera över tid så att parterna ömsom blir nettoborgenär respektive nettogäldenär. Kreditrisken kan därför vara ömsesidig.⁸

I den här artikeln ska jag diskutera EMIR:s krav avseende OTC-derivat som inte blir föremål för CCP-clearing, främst vad avser kreditriskhanteringen. Jag kommer att behandla regleringen i dess sammanhang med vanligt förekommande avtalsmässiga arrangemang som sedan länge används på marknaden och som EMIR får antas delvis bygga vidare på, men delvis troligen avses korrigera.

De typiska grundläggande villkoren för OTC-derivat är välkända och bygger till det förkrossande flertalet på internationellt gångbara standarder, främst i form av det dominerande och ”välbeprövade” ISDA¹⁰ Master Agreement (”MA”), som är en självklar referenspunkt för marknaden¹¹. MA finns i tre huvudversioner, varav de två senaste – ”MA 1992” och ”MA 2002” – vanligen förekommer på marknaden. Vanligt förekommande avtalsmodeller på låne-marknaden (främst de som Loan Market Association ansvarar för¹²) – som också har fått stort genomslag i Norden – har i hög grad anpassats till MA:s tekniska struktur. I syndikerade lån är det vanligt att låntagaren åläggs att ingå ränte- och valutasäkringsavtal enligt MA:s villkor. MA 1992 inkorporeras i Forward Freight Agreement Brokers Associations avtal om fraktterminer från 2007¹³ och har stått modell för ramavtalen för handeln med el (*EFET General*

Derivat prissätts med hänsyn härtill (se M Choudhry, *The Bond & Money Markets* (2003) s 696).

7 Se S K Henderson, *Henderson on Derivatives*, 2u (2010) s 11.

8 Se J Benjamin, *Financial Law* (2007) 5.97.

9 Se A H Alizadeh & N K Nomikos, *Shipping Derivatives and Risk Management* (2009) s 135 ff.

10 ISDA (International Swaps and Derivatives Association, Inc.) (grundat 1985) är en internationell branschorganisation med säte i New York som organiserar över 800 av de viktigaste derivataktörerna från nästan 70 länder (se www.isda.org).

11 Se Europeiska centralbanken, *Credit Default Swaps and Counterparty Risk* (2009) s 42, M Sève, *La régulation financière face à la crise* (2013) s 184, I Zenke & R Schäfer (red), *Energiehandel in Europa*, 3u (2012) § 23 Rn 4 och Choudhry (2003) s 673. Det går dock för långt att, som Choudhry (2003) s 669, säga att ISDA organiserar OTC-marknaden för derivat.

12 LMA:s dokumentation för syndikerade lån diskuteras av L Gorton i *Festschrift till Gertrud Lennander* (2010) s 84 ff.

13 Se Alizadeh & Nomikos (2009) s 136 f.

Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Electricity) och naturgas (*EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Natural Gas*) utgivna av branschorganisationen European Federation of Energy Traders¹⁴. Vidare har lagstiftningen som hittills har reglerat väsentliga aspekter av derivatmarknaden explicit utgått ifrån MA.¹⁵ För att få meningsfull konkretion i diskussionen kommer jag därför att behandla MA som ett slags *proxy* för marknadspraxis. För att förenkla framställningen kommer jag i huvudsak att begränsa mig till MA 2002. Även om det finns potentiellt betydande skillnader mellan de båda versionerna, är de i relevanta delar tillräckligt lika för att det ska vara meningsfullt för syftet med denna artikel att inte behandla dem separat.

2. ISDA MASTER AGREEMENT 2002, MED TILLÄGGSAVTAL

2.1 INLEDNING

Även om MA är ett tekniskt högt drivet och språkligt komprimerat avtalsverk, anpassat för att kunna hantera ett obegränsat antal derivattyper – och därför kan förefalla komplext och komplicerat –, är dess struktur relativt enkel och ”genomskinlig”. Detta är inte förvånande, eftersom det inte finns något magiskt eller mystiskt, eller för en jurist radikalt nytt eller exotiskt, med utformningen av derivatdokumentationen.¹⁶

MA är ett ramavtal som – i enlighet med vad som vanligen är fallet med denna typ av ramavtal¹⁷ – anger de mest generella reglerna för parternas mellanhavanden. Parterna anges som ”**Party A**” och ”**Party B**”. Den tryckta versionen av MA – publicerad av ISDA och vars text parterna aldrig ändrar i sig – kompletteras och modifieras av en bilaga (”**Schedule**”), genom vilken parterna dels gör vissa val som ges i den tryckta texten, dels gör andra anpassningar av texten för att korrekt återspegla sin överenskommelse. MA utgör alltså inte en ”blankett” som fylls i *utan bildar utgångspunkt för en avtalsförhandling på vanligt sätt*. MA:s förtryckta text utgör inte något alternativ till dispositiv rätt¹⁸ eller ”allmänna villkor”, och har inte någon särskild inneboende bindande auktoritet,¹⁹ utan utgör avtalsinnehåll på samma sätt som andra förhandlade

14 Se Zenke & Schäfer (2012) § 23 Rn 10 ff. Avtalen är föremål för en svensk legal opinion med mig som huvudförfattare.

15 Se SOU 1993:114 s 143, prop 1994/95:130 s 15 och prop 1999/2000:18 s 74.

16 Se Henderson (2010) s 6.

17 Se A Ferri-Ricchi, *El contrato de swap como tipo de derivado* (2014) s 128 och M Hagen, *Der Stromhandel unter Finanzmarktaufsicht* (2011) s 36 f för diskussioner av det för ramavtalen typiska förfarandet.

18 Jfr Ferri-Ricchi (2014) s 145 med hänvisningar.

19 Det är därför missvisande att – såsom Ferri-Ricchi (2014) s 145 ff gör – jämföra MA med kollektivavtal.

avtalsvillkor. De delar av den förtryckta texten som parterna lämnar oförändrade har fortfarande förhandlats och lämnas avsiktligt oförändrade för att de uttrycker parternas överenskommelse. ISDA-dokumentationen utgör ”ett slags modell för förhandlingar snarare än ett traditionellt standardavtal, där formuläret närslutes som en del av det avtal som parterna träffat”.²⁰ Trots att det ibland – i alla fall för t ex den svenska marknaden oriktigt – påstås att MA skulle vara utformat för endast finansiella institutioner,²¹ används det också mellan sådana institutioner och t ex industriföretag och kommuner. Att de kontraktuella lösningar som MA:s förtryckta text föreslår i praktiken ofta kan vara lättare för sådana institutioner att hantera än för motparterna, illustrerar endast varför alla villkor ska förhandlas och Schedule användas för att justera den förtryckta texten.

Enskilda derivatavtal – med konkreta ekonomiska villkor – (”**Transactions**”) ingås genom *avrop* mellan parterna. Transactions dokumenteras (bekräftas) särskilt (vanligen elektroniskt) i form av ”**Confirmations**”, som inkorporerar villkoren i MA (med justeringarna i Schedule) och ytterligare villkor för det enskilda avropet, vanligen genom hänvisning till avtalsvillkor specificerade i definitions kataloger utgivna av ISDA. Vid motstridiga bestämmelser tar Confirmations över MA avseende relevant Transaction, liksom Schedule då tar över MA:s tryckta text (se § 1(b)). MA har utformats främst med sikte på parter som kan komma att ingå flera Transactions.²² Ickedestomindre är det vanligt att MA även används när parterna avser att ingå ett enda derivat; nästan allt – även det mest karakteristiska – hos MA blir i sådana sammanhang överflödigt. I praktiken inträffar ofta – på grund av arbetsbelastning och annan administrativ tröghet – att Transactions ingås redan innan parterna har enats om villkoren för ett MA och att Confirmations – trots myndighetskrav på snabba bekräftelser²³ – tas fram för att dokumentera avsluten först långt senare. Detta ger naturligtvis upphov till operativa risker och eventuellt också kreditrisk,²⁴ som lättast undviks genom hårdare disciplin vid transaktionsexekveringen.

Efter vissa inledande bestämmelser (§ 1) anges parternas grundläggande *betalningsskyldigheter* (§ 2). På sedvanligt anglo-amerikanskt sätt görs vissa ömsesidiga *utfästelser* avseende för avtalet grundläggande förhållanden (§ 3)

20 Se Gorton (2010) s 84 n 20 (som behandlar LMA-dokumentationen, vilken dock är uppbyggd på ett liknande sätt).

21 Se t ex Ferri-Ricchi (2014) s 152.

22 Jfr Zenke & Schäfer (2012) § 18 Rn 37.

23 Se t ex R Hannemann, A Schneider & Th Weigl, *Mindestanforderungen an das Risikomanagement*, 4u (2013) s 804 ff.

24 Se Henderson (2010) 16.21 och 17.25.

respektive för att lämna viss information och vidta vissa åtgärder (§ 4). Efter fyra inledande och relativt kortfattade paragrafer följer tämligen omfattande kataloger som anger olika uppsägningsgrunder ("Events of Default" och "Termination Events")²⁵ (§ 5). MA:s viktigaste och helt centrala bestämmelser gäller hur Transactions som omfattas av MA ska avslutas och hur avräkning mellan parterna ska ske om någon uppsägningsgrund föreligger (§ 6). Sedan följer en rad praktiska bestämmelser: överlåtelser (§ 7), avtalsvaluta (§ 8), blandade föreskrifter (§ 9), filialer i olika länder (§ 10), kostnader (§ 11), meddelanden (§ 12), lagval och konfliktlösning (§ 13) och en definitionskatalog (§ 14).

2.2 MEKANISMER FÖR KREDITRISKHANTERING I ISDA MASTER AGREEMENT 2002

Derivatriskerna kan karakteriseras på olika sätt, t ex såsom marknadsrisk (oönskade marknadsrörelser), modellrisk (felvisande värderingsmodeller), operativ risk (handhavandefel m m). Ingen risktaxonomi är invändningsfri och kan endast göras fullständig genom åtminstone en uppsamlingskategori för "övriga risker". I praktiken "översätts" de olika riskerna till kreditrisk. Finansmarknaden (liksom lagstiftaren och tillsynsmyndigheterna²⁶) betraktar kreditrisk som mätbar, hanterbar och överföringsbar; kreditrisken kan sägas cirkulera genom olika avtalsstrukturer som ger upphov till finansiella positioner, enligt vilka ena parten accepterar en risk å den andra partens vägnar mot betalning.²⁷ MA kan ses som det kanske mest utpräglade exemplet på sådan avtalsstruktur. MA innehåller redan i den förtryckta grundformen flera mekanismer för kreditriskhantering²⁸ som kan delas in i (I) sådana som kan göras gällande (a) under MA:s löptid respektive (b) efter uppsägning och (II) sådana som återfinns (a) inom respektive (b) utom MA:s ram, vilket ger följande fyra grupper:

Grupp (1) (I)(a):(II)(a): Mekanismer under MA:s löptid inom dess ram.—

Främsta mekanism för kreditriskreduktion under MA:s löptid utgörs av *Payment Netting* (betalningsavräkning), som juridiskt-tekniskt uppnås genom *kvittning*. Parternas prestationer behåller här sin natur.²⁹ Utestår flera Transactions parterna sinsemellan kan det inträffa att Party A ska erlægga betalning till Party B vid samma tillfälle som Party B ska betala till Party A. Parterna kan var och en betala de förfallande bruttobeloppen. Emellertid kan den part som

25 Liksom G Reiner, *ISDA Master Agreement* (2012) s 160 Rn 2 betecknar jag med en gemensam term såväl Events of Default som Termination Events som uppsägningsgrunder.

26 Se t ex Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 ("CRR") 111.3, 113.3, 204, 286.1 och 332.2.

27 Se Benjamin (2007) 1.02.

28 Jfr Hagenä (2011) s 37 och Alizadeh & Nomikos (2009) s 416.

29 Se Benjamin (2007) 12.21.

har hunnit erhålla betalning gå i konkurs innan andra parten har fått betalt; parten som inte har gått i konkurs kan inte innehålla sin prestation i avvaktan på andra partens utan får bevaka betalningskravet i konkursen, en risk som är särskilt stor om parterna befinner sig i olika länder och om de befinner sig i olika tidszoner ("Herstatt-risken"³⁰). Betalningsavräkning kan ske *inom* en och samma valuta eller *mellan* olika valutor. Eftersom finansiella aktörer vanligen sköter likviditeten separat för varje valuta,³¹ föreskriver MA:s tryckta text betalningsavräkning endast *inom en valuta* (§ 2(c)); till denna del hanterar MA inte Herstatt-risken.³² Bestämmelsen innebär att, om vardera parten vid en och samma betalningstermin ska betala den andre avseende en och samma Transaction (eller, om så särskilt anges i Schedule, avseende olika Transactions) i samma valuta, beloppen ska kvittas så att endast part vars betalningsskyldighet till beloppet överstiger andra partens är skyldig att betala mellan-skillnaden (nettobeloppet). MA innehåller flera andra bestämmelser som syftar till att hantera kreditrisken: parternas betalningsskyldighet är villkorad av att det inte föreligger någon uppsägningsgrund (§ 2(a)(iii)); parterna försäkrar att inga uppsägningsgrunder föreligger eller skulle uppkomma genom att parten ingår MA eller fullgör sina skyldigheter i enlighet därmed (§ 3(b)); och flera uppsägningsgrunder tar sikte på parternas förmåga att fullgöra sina skyldigheter.

De olika uppsägningsgrunderna medför i MA:s system något olika följder. Medan *Termination Events* tar sikte på förändrade omständigheter för vilken ingen part rimligen kan klandras men som ändå rättfärdigar att avtalsrelationen helt eller delvis sägs upp,³³ kan *Events of Default* sägas rikta in sig på sådana grundläggande förutsättningar vars bortfall, och klandervärda avtalsbrott som, rättfärdigar att alla utestående Transactions förfaller. Beträffande

30 Uppkallad efter den tyska Herstatt Banks konkurs 1974. Herstatt-risken hanteras sedan ett drygt decennium ofta genom den infrastrukturlösning för betalning-mot-betalning som CLS Bank erbjuder. Detta är en marknadslösning som alternativ till offentlig reglering (se Basel Committee on Banking Supervision ("**BCBS**"), *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions* (2013) § 24, Henderson (2010) s 390 f och Riksbanken, *Finansiell stabilitet 2/2001* s 79 ff). CLS Bank, med huvudkontor i New York, ägs av användarna, och övervakas främst av Federal Reserve Bank of New York, med stöd av de deltagande valutornas centralbanker (däribland Riksbanken). Som villkor för att valutor ska kunna accepteras i systemet inhämtar CLS Bank varje år legal opinions avseende systemets rättsliga hållbarhet från berörda valutajurisdiktioner (sedan start med mig som huvudförfattare för Sverige).

31 Se D Murphy, *OTC Derivatives* (2013) s 32.

32 Se Reiner (2012) § 2 Rn 40.

33 Se Reiner (2013) s 160 Rn 2 och 175 Rn 38, Ferri-Ricchi (2014) s 119, J-P Castagnino, *Derivatives*, 3u (2009) 7.33 och A Hudson, *The Law of Finance*, 2u (2013) 43–23. Jfr A Hudson, *The Law on Financial Derivatives*, 5u (2012) 3–03.

kreditrisken kan båda kategorierna sägas behandla parternas betalningsförmåga medan Events of Default tydligare siktar på parternas betalningsvilja.³⁴ Bristande betalningsvilja är alltid klandervärd; betalningsoförmåga är ibland inte det. Events of Default kan också sägas fokusera på *permanent*, medan Termination Events mer riktar in sig på *tillfällig*, betalningsoförmåga (jfr § 5(d) och (e)). Ett och samma förhållande kan samtidigt utgöra såväl Event of Default som Termination Event. Denna regelkonkurrens hanteras genom en uttrycklig hierarki i § 5(c).

Ett *Event of Default* föreligger om part inte betalar eller fullgör en leverans i enlighet med avtalet (§ 5(a)(i)); part bryter mot avtalet på annat sätt eller gör gällande att avtalet inte gäller (§ 5(a)(ii)); tredje man som har tillhandahållit säkerhet ("**Credit Support Provider**") inte fullgör avtalade betalnings- eller leveransskyldigheter (såsom olika slags borgensåtaganden m m³⁵), relevant dokumentation ("**Credit Support Document**") löper ut eller annars upphör att gälla eller en Credit Support Provider gör gällande att relevant Credit Support Document inte gäller (§ 5(a)(iii)); om så har angivits i Schedule, part bryter mot transaktioner av visst angivet slag mellan parterna (§ 5(a)(v))³⁶ eller mot skuldförbindelser part har ingått med tredje man (§ 5(a)(vi)); part blir föremål för konkurs eller något annat liknande insolvensförfarande (§ 5(a)(vii)); eller part fusionerar med annan utan att överlevande bolag tar över partens åtaganden enligt avtalet eller förmånen av Credit Support Document inte gäller avseende det överlevande bolaget (§ 5(a)(viii)). Därutöver kan naturligtvis andra Events of Default anges eller katalogen i § 5(a) förkortas eller annars modifieras genom Schedule (även om den tryckta texten inte omedelbart uppmanar till det).

34 F Fuchs, *Close-out Netting* (2013) s 47 menar att Termination Events saknar relevans för hanteringen av kreditrisken. Detta går för långt. Också Termination Events – såsom Illegality, Force Majeure Event, Tax Event eller Credit Event Upon Merger – påverkar motpartens förmåga att betala som avtalat, om än normalt inte i samma grad som de omständigheter som utgör Events of Default.

35 Jfr Zenke & Schäfer (2012) § 18 Rn 24 ff.

36 Hit hör väsentligen derivat som dokumenteras på annat sätt än genom MA. Nytt i MA 2002 jämfört med MA 1992 är att repor och värdepapperslån ingår i den förtryckta definitionen av "Specified Transaction" i § 14. Sådana transaktioner har vanligen ett tydligare finansieringssyfte – i likhet med vanliga penninglån utgör de ett slags försträckning – än derivat och uppfattas vanligen inte som derivat (de återfinns t ex inte i definitionen av "finansiella derivatinstrument" i 1 kap 4 § första stycket pkt 5 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ("**LVPM**"), i definitionen av "derivatinstrument" i 1 kap 1 § 1 stycket pkt 3 lagen (2004:46) om värdepappersfonder eller under rubriken "Derivatinstrument" vid 6 kap 32 § försäkringsrörelselagen (2010:2043)). Eftersom kreditrisken i derivat och försträckningar är likartad är tillägget i MA 2002 följdriktigt.

Ett *Termination Event* föreligger om det blir olagligt för part att genomföra avtalade åtgärder (§ 5(b)(i)); force majeure föreligger (§ 5(b)(ii)); skatte-regler eller beslut av skattemyndigheter påverkar betalningsbeloppet (§ 5(b)(iii)) eller part drabbas av negativa skatteeffekter i samband med en fusion (§ 5(b)(iv)); om så har angivits i Schedule, vissa närmare angivna bolagsrättsliga händelser inträffar och part eller annan vars kreditvärdighet parterna har ansett vara relevant får försämrad kreditvärdighet (§ 5(b)(v)); eller någon av de ytterligare *Additional Termination Events* som har angivits i Schedule inträffar (vilket uttryckligen anges i § 5(b)(vi)).

Grupp (2) (I)(b):(II)(a): Mekanismer efter uppsägning av MA inom dess ram.—Kärnan³⁷ i MA och dess främsta instrument för att hantera kreditrisken³⁸ kan sägas vara bestämmelserna i § 6 om förtida uppsägning och slutavräkning (*Close-out Netting*).³⁹ Unionslagstiftaren har definierat ”nettningsavtal” som avtal enligt vilket ”ett antal fordringar eller skyldigheter kan omvandlas till en enda nettofordran, inklusive avtal om slutavräkning där fullgörandet av parternas skyldigheter påskyndas när en utlösande händelse inträffar (oavsett hur och var denna definieras) så att de ska fullgöras omedelbart eller avslutas, och i varje fall omvandlas till eller ersätts av en enda nettofordran”,⁴⁰ varvid en hänvisning görs till en annan rättsakt som definierar slutavräkningsklausul som:

”en klausul i ett avtal om finansiellt säkerhetsställande, eller i ett avtal, där ett avtal om finansiellt säkerhetsställande utgör en del, eller, om det inte finns någon sådan klausul, varje lagbestämmelse i vilken det föreskrivs följande i de fall en utlösande händelse inträffar (antingen genom ett avräknings- eller kvittningsförfarande eller på annat sätt),

(i) [a] den tidpunkt vid vilken parterna skall uppfylla sina förpliktelser tidigare läggts, så att de antingen omedelbart skall infrias och uttrycks som en förpliktelse att betala ett belopp som motsvarar deras beräknade aktuella värde, eller [b] upphävs och ersätts med en förpliktelse att betala samma belopp, och/eller

37 Se Henderson (2010) 19.1.

38 Se Henderson (2010) 11.1. Jfr Zenke & Schäfer (2012) § 18 Rn 38.

39 Terminologin diskuteras i Hanqvist (2014b) s 386. – ISDA erhåller årliga legal opinions från Advokatfirman Wistrand beträffande bestämmelsernas ställning i svensk rätt.

40 Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/59/EU (”**Resolutionsdirektivet**”) 2.1(98) (med hänvisningar till definitioner i vissa andra rättsakter).

(ii) [c] en beräkning görs av vad varje part är skyldig den andre med avseende på dessa förpliktelser och en nettosumma motsvarande saldot på kontot skall betalas av den part som har den största skulden till den andra parten.”⁴¹

Förfarandet framgår schematiskt av *bild 1*.

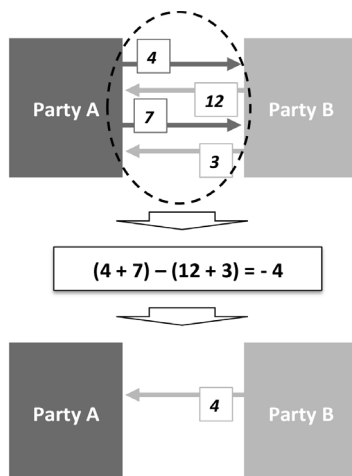


Bild 1: Nettning

Den citerade texten innehåller i själva verket tre olika mekanismer för slutavräkning ([a], [b] och [c]), som alla förekommer på de finansmarknaderna – i MA används [b].⁴² Mekanismerna medger att ännu inte förfallna fordringar tas med.⁴³ Eftersom mekanismen förhindrar att en konkursförvaltare väljer att ta över Transactions med konkursgäldenären som borgenär men låta motparten bevaka sina anspråk enligt Transactions med konkursgäldenären som gäldenär,⁴⁴ har slutavräkning ibland ifrågasatts. Mekanismen har dock ansetts så värdefull att den i svensk⁴⁵ liksom unionsrätt⁴⁶ har fått uttryckligt författningsstöd. Stödet är så starkt att unionslagstiftningen om resolution av

41 Se Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/47/EG ("Säkerhetsdirektivet") 2.1(n); se också UNIDROIT Principles on the Operation of Close-out Netting Provisions.

42 Se Henderson (2010) 11.2.

43 Se Robine (2003) No 448 och A Couret & H Le Nabaque (red), *Droit financier*, 2u (2010) No 1248.

44 Se Ferri-Ricchi (2014) s 128.

45 Se 5 kap 1 § lag (1991:980) om handel med finansiella instrument. Se härtill Hanqvist (2014b) s 386 ff.

46 Se Säkerhetsdirektivet 7.

kreditinstitut och värdepappersbolag endast i begränsad omfattning ingriper vad gäller verksamhet i företaget som blir föremål för resolution: motpart till ett företag i resolution kan inte utnyttja en slutavräkningsklausul mellan parterna – *under förutsättning att de väsentliga skyldigheterna enligt avtalet (inklusive betalnings- och leveransskyldigheter) även fortsättningsvis fullgörs och säkerheter tillhandahålls*.⁴⁷ Resolutionsmyndigheten får inte agera så att rättigheter och förpliktelser som omfattas av säkerhetsöverlåtelse, kvittning eller nettningsavtal upphävs eller ändras.⁴⁸ Det skulle t ex kunna röra sig om en ändring i nettningsavtal med följd att nettningsavtal inte får ske på de ursprungliga villkoren, eller att nettningsavtal inte alls får ske.⁴⁹

MA:s bestämmelser är tämligen omfattande och i hög grad tekniska; men de grundläggande principerna är inte så komplicerade. Om ett Event of Default eller ett Termination Event inträffar får den ”oskyldiga” parten (avseende vissa Termination Events, båda parter) ange ett uppsägningsdatum (§ 6(a) respektive (b)). Därvid upphör eventuella ännu utestående betalnings- eller leveransskyldigheter under berörda Transactions (§ 6(c)(ii)) – transaktionerna ”termineras” och de skyldigheter som följde av Transactions ersätts med betalningen av ett nettobelopp, dvs parternas ursprungliga skyldigheter ersätts av en helt annan skyldighet⁵⁰ (prestationernas natur förändras). Detta nettobelopp räknas fram enligt MA:s bestämmelser. Som ett första steg beräknas ett avvecklingsbelopp (§ 6(e)). Detta är ett nettobelopp som den ena parten (inte nödvändigtvis den part å vars sida uppsägningsgrunden har inträffat) som utgångspunkt ska betala till den andra. Beräkningen av beloppet sker något olika om uppsägningen sker med ett Event of Default (§ 6(e)(i)) eller ett Termination Event (§ 6(e)(ii)). Grundtanken i beräkningen är att terminerade transaktioner värderas, principiellt efter vad det skulle kosta en part eller vad en part skulle tjäna på att vid uppsägningsdatumet ersätta dem med nya motsvarande transaktioner (se definitionen av ”**Close-out Amount**”).⁵¹

Parternas mellanhavanden kan vara sådana att den som ska betala avvecklingsbeloppet har fordringar på mottagaren enligt andra avtal. Det kan därför vara önskvärt att dessa belopp kvittas. MA 2002 § 6(f) föreskriver sådan kvittning under vissa omständigheter. Det står naturligtvis parterna fritt att i enlighet

47 Se Resolutionsdirektivet 68.3.

48 Se Resolutionsdirektivet 76.2 och 77.1.

49 Se SOU 2014:52 s 1416 f.

50 Se Hudson (2012) 13–37 och Fuchs (2013) s 56.

51 MA 2002 skiljer sig mest radikalt från MA 1992 just med avseende på denna beräkning. MA 2002 anses allmänt ha en lösning som klarade finanskrisen bättre än MA 1992.

med den praxis som gällde beträffande MA 1992⁵² föra in kvittningsbestämmelser i Schedule. I många fall torde kvittning vara möjligt enligt allmänna regler också utan särskilt stöd i MA.

Grupp (3) (I)(b):(II)(b): Mekanismer efter uppsägning av MA utom dess ram.—De olika avräkningsmekanismerna (olika slags nettning och kvittning) i MA räcker inte alltid för att ett globalt⁵³ nettobelopp parterna emellan ska uppnås. Nettobeloppen kan reduceras ytterligare genom att parterna också använder mekanismer som ligger utanför MA:s ram. En sådan mekanism erbjuds av det s k Cross Product Master Agreement ("CPMA"). Avtalet lanserades i början av 2000 tillsammans av en rad internationella branschorganisationer inom finansbranschen⁵⁴ och syftar till att avseende olika ramavtal för olika finansiella kontrakt (derivat, repor, värdepapperslån o s v⁵⁵) uppnå vad ett ramavtal som MA uppnår avseende de avrop avtalet omfattar. De nettobelopp som de olika ramavtal parterna har slutit sinsemellan och som omfattas av CPMA resulterar i, kvittas mot varandra inom ramen för CPMA. Även i detta fall torde kvittning kunna uppnås enligt allmänna regler.⁵⁶

Det är egentligen först sedan alla till buds stående nettning- och kvittningsalternativ har uttömts som ett behov kan uppstå för den som slutligen blir nettoborgenär att utnyttja av motparter eller tredje man⁵⁷ ställda säkerheter och som inte har använts vid nettoberäkningen (vilket vanligen torde vara fallet med realsäkerheter enligt Credit Support Documents) eller borgen som tredje man har tillhandahållit (i form av Credit Support Documents). Huruvida nettoborgenären slutligen kommer att drabbas av förlust beror då på värdet av realsäkerheterna eller den personliga säkerhetsgivarens betalningsförmåga respektive -vilja.⁵⁸

Grupp (4) (I)(a):(II)(b): Mekanismer för uppsägning av MA utom dess ram.—I den fjärde gruppen hamnar avtalsbestämmelser som endast delvis eller indirekt uttrycker mekanismerna för att hantera kreditrisken. Hit hör olika sorters faktiska åtgärder som inte beror på andra partens tvungna

52 Se Reiner (2013) s 248 Rn 120.

53 Se Robine (2003) No 499.

54 I nära anslutning till lanseringen ombesörjde Svenska Fondhandlarföreningen en i allt väsentligt positiv legal opinion avseende CPMA i förhållande till svensk rätt (författad av advokat Monica Peterson och mig själv). CPMA diskuteras i Zenke & Schäfer (2012) § 23 Rn 23 ff.

55 Jfr Benjamin (2007) 13.34.

56 Franska *Code monétaire et financier* art L211-36-1 skyddar uttryckligen processen (se Couret & Le Nabasque (2010) No 1249).

57 Se Robine (2003) No 449.

58 Se Robine (2003) No 558.

medverkan, såsom övervakning av motpartens kreditvärdighet och analys⁵⁹. I viss mening kan dessa mekanismer sägas reglera hur mekanismerna i de övriga grupperna lämpligen används. Innan en part ingår derivat bör hen göra en grundläggande analys av vad det är som i grunden ger anledning till att tro att motparten kommer att kunna och vilja fullgöra sina åtaganden (motpartens ”ekonomiska centrum”). Ekonomiskt centrum kan uppträda i olika former: i en koncern kan t ex moderbolaget eller ett visst annat koncernbolag stå för den ekonomiska styrkan medan derivaten ingås av ett annat koncernbolag; faktum att ett bolag har viss eller vissa ägare; att motparten har viss kapitalstyrka; o s v.⁶⁰ När ekonomiskt centrum har identifierats bör relevant information om detta centrum säkerställas så att det går att övervaka på ett meningsfullt sätt; avtalet bör kunna sägas upp om det ekonomiska centrumet upphör att tillhandahålla adekvat kreditvärdighet. Information kan erhållas via en rad källor som är oberoende av motparten men kan också säkras genom kontraktuella åtaganden om att tillhandahålla viss information (§§ 3(d) och 4(a)). Ett moderbolags kreditvärdighet kan bindas till avtalet genom att moderbolaget (som Credit Support Provider) utfärdar en borgen (som Credit Support Document), som sedan omfattas av en rad mekanismer i Grupp (1). Utan att ett viktigt moder- eller annat koncernföretag blir Credit Support Provider kan ett sådant bolags kreditvärdighet – som antas korrelera positivt med motpartens⁶¹ – göras relevant genom att företaget anges som *Specified Entity*, vilket i sin tur gör att det omfattas av vissa av mekanismerna i Grupp (1) (särskilt *Cross-Default* i § 5(a)(vi)⁶²).

2.3 ISDA:S SÄKERHETSDOKUMENTATION; SÄRSKILT CREDIT SUPPORT ANNEX

De engelska termerna för finansiellt säkerställande – ”margin” och ”collateral” – har ibland uppfattats såsom något nytt, ovanligt eller exotiskt, som ett slags arcana förbehållet finansmarknadens aktörer.⁶³ För juristen är det dock viktigt att inse att det inte finns någon särskild magi här utan att även ISDA-dokumentationen arbetar med välkända och traditionella juridiska mekanismer för att säkerställa att skyldigheter uppfylls.⁶⁴ ISDA tillhandahåller dokumentation för en serie olika säkerhetsarrangemang som integreras i MA: på marknaden dominerande versioner är ISDA Credit Support Annex (”CSA”) 1994 (New York-rätt), 1995 (engelsk rätt) och 2008 (japansk rätt). Därtill

59 Se Henderson (2010) 17.17.

60 Jfr Henderson (2010) 17.7.

61 Se Fuchs (2013) s 49.

62 Jfr Fuchs (2013) s 53.

63 Så t ex A Riles, *Collateral Knowledge* (2011).

64 Se Hudson (2012) 12–05.

kommer de sällan använda 1995 ISDA Credit Support Annex Support Deed (engelsk rätt) och 2001 ISDA Margin Provisions⁶⁵. På några punkter har dokumentationen ytterligare anpassats till rättsordningarna i Indien, Korea och Québec. Under 2013 och 2014 har ISDA uppdaterat dokumentationen⁶⁶, med bibehållen grundläggande struktur och metodologi. För att underlätta bytet från MA 1992 till MA 2002 har ISDA också tillhandahållit avtalsklausuler för att anpassa säkerhetsdokumentationen i motsvarande avseenden. ISDA-dokumentationen utgör nästan 90 % av den dokumentation som används för säkerställande för icke-clearade OTC-derivat.⁶⁷ På den europeiska⁶⁸ – och i synnerhet den svenska⁶⁹ – derivatmarknaden är det CSA1995 som är vanligast förekommande (också mellan två svenska parter), med en del mer sällsynta fall av CSA1994 med amerikanska motparter. Jag kommer därför att endast diskutera bestämmelserna i CSA1995 och CSA2014.⁷⁰ ISDA:s säkerhetsdokumentation rekommenderas av internationella myndigheter⁷¹ och har fått stort genomslag på marknaden (också i samband med andra ramavtal än MA)⁷². CSA är i princip uppbyggt enligt MA-modellen: en förtryckt text tillhandahålls, som parterna sedan modifierar genom en bilaga;⁷³ Transaction-specifika föreskrifter kan ges genom Confirmations (§ 9(d)). CSA är i övrigt uppbyggt i linje med vad som är sedvanligt inom finansmarknadernas anglo-amerikanska tradition.

Grundprincipen i CSA är att, vid en viss angiven tidpunkt, parterna fingerar en omedelbar uppsägning av alla Transactions; den avtalsenliga värderingen av Transactions ger en exponering som – justerat med hänsyn till vissa angivna

65 Detta sista alternativ har fått särskilt litet genomslag på marknaden (se Henderson (2010) 21.10).

66 Se främst ISDA 2014 *Standard Credit Support Annex (Security Interest – New York Law)* och ISDA 2014 *Standard Credit Support Annex (Transfer – English Law)*.

67 Se ISDA, *ISDA Margin Survey 2014* s 9.

68 Se Reiner (2013) s 396 Rn 24.

69 Jfr Advokatsamfundets remissvar R-2013/1994 (Fi2013/3860) 2013-12-20 s 6 och J Eklund, J Milton och A Rydén, "Svenska bankers användning av valutaswapmarknaden för att omvandla upplåning i utländsk valuta till svenska kronor", *Penning- och valutapolitik* 2012:2 s 29 n 9. Både Riksgäldskontoret (se t ex *Underlag för utvärdering. Statsskuldens förvaltning 2014* (Dnr 2015/195, 2015-02-20) s 15) och Riksbanken (se t ex *Villkor för RIX och penningpolitiska instrument. Bilaga H9. Anvisningar Motpartsansökan* (2009) avsnitt 5.3) använder ISDA-dokumentationen.

70 Också Fuchs (2013) s 62 gör denna begränsning. – ISDA erhåller årliga legal opinions från Mannheimer Swartling Advokatbyrå vad gäller bl a CSA:s ställning i svensk rätt.

71 Se BCBS (2013) avsnitt 3.3.6.

72 Se Reiner (2013) Einleitung Rn 49.

73 MA delas in i "Sections" medan CSA delas in i "Paragraphs", vilket kan underlätta hänvisningarna. Här hänvisar jag dock enligt svensk – liksom Reiner (2013) enligt tysk – tradition emellertid till "§" vad gäller båda dokumenten.

belopp⁷⁴ – i princip ska säkras enligt CSA, dvs det belopp som ska säkras är det ”virtuella” belopp som följer av den *hypotetiska* bedömningen av netto-positionen efter slutavräkningen *som om* en uppsägningsgrund hade uppstått⁷⁵. Eftersom parterna ömsom kan vara borgenär och gäldenär, och en borgenär som upphör att ha en Exposure ska återlämna säkerheter, laborerar CSA med såväl ”**Delivery Amount**” som ”**Return Amount**” för att beteckna värdet av säkerheterna som ska utväxlas under CSA.⁷⁶

Enligt CSA *överlåter* ena parten vissa tillgångar eller gör vissa betalningar till säkerhetsmottagaren på villkor att *generiskt motsvarande* tillgångar ska överföras eller betalningar ska göras (inte att *samma* tillgångar ska ”återlämnas” som vid pant⁷⁷) åt andra hållet när säkerhetsställaren har fullgjort vissa angivna skyldigheter. Säkerhetsmottagaren kan självklart förfoga över de tillgångar eller medel som har överförts som säkerhet på samma sätt som vad gäller annan egendom, t ex genom att avyttra den eller använda den som säkerhet i annat sammanhang.⁷⁸ Säkerhetsöverlåtelsen är därmed i sak det samma som en repa⁷⁹ (som också används för finansiering⁸⁰). I litteraturen har det hävdats att det vore typiskt att mottagaren enligt säkerhetsöverlåtelse *inte* finge rätt att bestämma över säkerhetsobjektet i egenskap av ägare under den tid som kreditförhållandet fortgår.⁸¹ Det får vara osagt hur det förhåller sig utanför finansmarknaderna, men på de marknaderna är det vanligt med arrangemang som kännetecknas av att (i) ”äganderätten” helt och hållet överförs; (ii) säkerhetsmottagaren underkastas en kontraktuell/obligatorisk⁸² skyldighet att återbetala/-leverera generiskt motsvarande tillgångar när

74 *Independent Amount* kan användas för översäkerheter (i likhet med Initial Margin vid CCP-clearingen: se J Gregory, *Central Counterparties* (2014) s 90; Initial Margin behandlas i Hanqvist (2014b) s 413 f); *Minimum Transfer Amount* undanröjer skyldigheten att säkerställa bagatellartade exponeringar; och *Thresholds* begränsar vidare säkerställande under tröskelvärdena.

75 Se Fuchs (2013) s 65.

76 ISDA har givit ut ett slags sammanfattning av god sed vad gäller hanteringen av säkerheter; se *2013 Best Practices for the OTC Derivatives Collateral Process*. En sådan värdering – med faktiskt genomförd betalning – görs också ofta om ena parten vill avsluta t ex en swapp i förtid (se Choudhry (2003) s 692).

77 Se HB 10 kap 1 § och R Zimmermann, *The Law of Obligations* (1990) s 220.

78 Se Reiner (2013) s 396 f Rn 24 f, Fuchs (2013) s 64, J Denton (red), *Practical Derivatives* (2010) s 311, Hudson (2013) 42–33 och Henderson (2010) 21.12. Jfr Ö Undén, *Svensk sakrätt I*, 10u (1976) s 172.

79 Se Säkerhetsdirektivet 2.1(b) jfrd med CRR 4.1(82) och (83).

80 Se F J Fabrozzi & SV Mann (red), *Securities Finance* (2005) s 11, Benjamin (2007) 13.06 f och Advokatsamfundet (2013) s 6.

81 Se S Myrdal, *Återpantställning* (2004) s 50 och J Tuomisto, ”Säkerhetsöverlåtelse *de lege lata* och *de lege ferenda*”, JFT 2005 s 320; jfr också Lagrådet i prop 2004/05:30 s 119.

82 Se Fuchs (2013) s 64 f och Hudson (2013) 22–15.

säkerhetsställarens skyldigheter upphör; och (iii) om någon av parterna bryter mot avtalet, betalningsskyldigheten räknas av mot leveransskyldigheten beträffande säkerhetstillgångarna.⁸³ Den fria förfoganderätten över generisk och under moderna förhållanden normalt dematerialiserad, och därmed i eminent grad fungibel,⁸⁴ egendom gör arrangemanget till *försträckning*. Säkerhetsställaren får således kreditrisk på säkerhetsmottagaren⁸⁵ – i princip på samma sätt som under andra Transactions. Ibland beskrivs förhållandet som att prestationerna vid säkerhetsöverlåtelser ska ”gå åter om en bakomliggande förpliktelse infrias”.⁸⁶ Detta är lika missvisande som att säga att ett banklån ”går åter” när det betalas. Unionsrätten kallar ett sådant arrangemang ”avtal om finansiell äganderättsöverföring” och ”säkerhetsöverlåtelse”.⁸⁷

Panträten har vuxit fram som ett slags ”avart” av ”äganderättsöverlåtelse i säkerhetssyfte” och överlämnandet av egendom med äganderätt tedde sig för borgenären ”såsom en provisorisk betalning snarare än såsom ett ställande av säkerhet”.⁸⁸ ”Säkerställande” enligt CSA kan således ses som ett slags ”villkorad förskottsbetalning”.⁸⁹ Föga överraskande består säkerheterna vanligen av konstanter (banktillgodohavanden) eller högljuckade statspapper,⁹⁰ undersökningar visar på en över tid stadig siffra på ca 90 % av alla säkerhetstillgångar för dessa tillgångsslag.⁹¹ I fransk doktrin har idén om villkorad betalning avvisats på att betalning förutsätter en existerande och beloppsbestämd skuld.⁹² Skyldigheten att betala liksom beloppet följer dock av CSA:s bestämmelser, varför dessa invändningar faller. I detta perspektiv är det inte förvånande att CSA föreskriver att överföringar enligt avtalet ska ske som *title transfer* (§ 5(a)) – alltså med full ägande-/förfoganderätt – och inte avses ge upphov

83 Se Benjamin (2007) 13.03.

84 De finansiella instrument som här blir aktuella är uteslutande sådana som endast manifesteras såsom kontotillgodohavanden (se 4 kap 5 § lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument, G Millqvist, *Festskrift till Gertrud Lennander* (2010) s 229, K Wallin-Norman, *Kontorätt* (2009) s 139 ff, G Walin, G Millqvist & A H Persson, *Panträtt*, 3u (2012) s 147 och Couret & Nabasque (2010) No 379; jfr Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 909/2014 3.

85 Se Hudson (2012) 12–63, Reiner (2013) s 387 Rn 4 och Gregory (2014) s 83. Jfr Tuomisto (2005) s 319 och Myrdal (2004) s 49, som dock båda förefaller främst intressera sig för individuellt specificerad, snarare än generiskt bestämd, egendom.

86 Se SOU 2015:18 s 185.

87 Se Säkerhetsdirektivet 2.1(b).

88 Se Undén (1976) s 164; se också B Nicholas, *An Introduction to Roman Law*, 3u (1962) s 151.

89 Jfr Hagen (2011) s 37, Hudson (2012) 12–57, A-D Merville, *Droit financier*, 2u (2014) No 335, Fuchs (2013) s 67 n 320 (med hänvisningar) och Hanqvist (2014b) s 413.

90 Se Reiner (2013) s 388 Rn 6 och Hudson (2012) 12–12. Banktillgodohavanden är den övervägande formen (se Gregory (2014) s 90).

91 Se ISDA (2014) s 7.

92 Se Robine (2003) No 565.

till något *security interest* (§ 5(b)). CSA är inte ett fristående avtal utan *utgör en del av MA*, i form av en Confirmation avseende en särskild Transaction som ingår i slutavräkningen. Detta förhållande kan vara förvirrande, eftersom MA innehåller den definierade termen ”Credit Support Document”. *Denna term omfattar dock inte CSA.*⁹³ Den fria förfoganderätten återspeglas av att säkerhetstillgångarna inte särskilt likvideras till marknadspris (som vid pantrealisation).⁹⁴ Delivery Amounts respektive Return Amounts (beräknade enligt CSA § 9) *ingår i beräkningen av Close-out Amount.*

Det har visat sig att tjänstemän, domare, andra praktiker och akademiska kommentatorer⁹⁵ har haft svårt att ta till sig CSA:s modell för funktionellt säkerställande. På sina håll har man velat bortse från parternas överenskommelse,⁹⁶ för att istället tvinga in avtalet i strukturer som mer motsvarar enklare säkerhetsarrangemang (med pant som paradigm⁹⁷). Undén menade att sk *pignus irregulare* betecknade just sådana förfaranden avseende generisk egendom såsom värdepapper⁹⁸ som numera omfattas av CSA, men inte sällan snärjer sig diskussionen om säkerhetsöverlåtelse med fri förfoganderätt in i hur dessa skiljer sig från *pignus irregulare*.⁹⁹ Ibland sägs att ”avtal betecknade säkerhetsöverlåtelse [...] som regel är att betrakta som panträtt”¹⁰⁰ och att säkerhetsöverlåtelsen är ett säkerhetsarrangemang ”klätt” i överlåtelseform medan *pignus irregulare* är

93 Se preambeln till CSA. Beskrivningen i Reiner (2013) s 387 Rn 4 av CSA som ett slags Credit Support Document är därför missvisande, särskilt i ljuset av den korrekta beskrivningen på s 391 Rn 13 och 397 Rn 24. På motsvarande sätt behandlar Fuchs (2013) s 83 säkerheterna under CSA som någonting annat än Transactions vad gäller slutavräkningen, trots att det korrekta förhållandet identifieras på s 62. Det är inte ovanligt att se term sheets avseende t ex syndikerade banklån som föreskriver CSA som Credit Support Document, även om detta alltså i MA:s termer är logiskt omöjligt.

94 Se Fuchs (2013) s 67.

95 Riles (2011) s 165 kan t ex inte konceptuellt föreställa sig säkerställande annat än i form av en begränsad panträtt (*jus in re aliena*) – trots att hon mycket klart beskriver skillnaderna mellan t ex CSA och pant (se s 182 f n 12) – utan bygger sin generaliserande argumentation på pantens särskilda konstruktion. Hon menar att karakterisering av ”collateral” som antingen ”property” eller ”contract” har ansetts ge olika ”politiska” tolkningar men att ”collateral” ”contains an element of both” (s 181 n 3) – utan att till synes ha tagit till sig den tekniska och praktiskt viktiga skillnaden mellan ett obligatoriskt krav (enligt CSA) och separationsrätt (vid pant). För den franska diskussionen, se Robine (2003) Nos 564 ff.

96 Hj Karlgren, *Säkerhetsöverlåtelse enligt svensk rättspraxis* (1958) s 16 ff är ett exempel på detta. Han menade att en säkerhetsöverlåtelse kan ha en ”reell” innebörd oberoende av vad parterna har uttryckt i sitt avtal. Jfr Hanqvist (2014b) s 384.

97 Jfr Zimmermann (1990) s 220.

98 Se Undén (1976) s 171; se även H Dernburg, *System des Römischen Rechts I* (1911) s 498.

99 Se t ex Myrdal (2004) s 49 f, prop 2004/05:30 s 42 och prop 2013/14:111 s 42.

100 Se SOU 2015:18 s 134.

en överlåtelse ”klädd” i pantsättningsform.¹⁰¹ Därigenom vinnas dock ingenting; istället riskerar tanken att gå fel. Det kan inte spela någon roll om avtalet betecknas ”pant” eller ”överlåtelse”, eftersom den fria förfoganderätten inte är förenlig med den begränsade (realisations)rätt som följer av panten.¹⁰² Det som gör ”panten” ”irreguljär” är inte det faktiska förfogandet¹⁰³ utan *rätten* till fritt förfogande,¹⁰⁴ på motsvarande sätt som ett äganderättsförbehåll avseende t o m *specifika* tillgångar, vars villkor *medger* att köparen säljer varan vidare, inte kan göras gällande i köparens konkurs redan p g a *medgivandet* till ett förfogande¹⁰⁵. I pandekträtten ansågs *pignus irregulare* medföra att äganderätt, konsumtionsrätt och faran övergick till säkerhetsförvärvaren.¹⁰⁶ Det är tydligare att beteckna den till vilken säkerhetsställaren har överlåtit rätten att utöva ägarens funktioner för egen räkning som just ”ägare” – det blir meningslöst eller t o m vilseledande att beteckna den som *inte* får utöva ägarens funktioner (säkerhetsöverlåtaren) som ”ägare”. Parternas huvudsakliga syfte med avtalet kan skilja sig åt: för säkerhetsmottagaren kan åtkomsten till finansiella instrument av viss sort vara viktigare än säkerställandet (och därmed främst ett förvärv).¹⁰⁷ I den mån avtalet kan anses ha ett gemensamt partssyfte som säkerställande torde det omfattas av t ex 37 § avtalslagen;¹⁰⁸ men detta innebär ingalunda att avtalet ”egentligen” vore pantsättning. Det finns inga bärande skäl att i det praktiska rättslivet eller inom rättsskipningen ge utrymme för detta slags klädfingrighet eller, kan man tycka, intellektuella arrogans.¹⁰⁹ Avtalet innebär helt enkelt vad parterna vill och i här relevanta fall också vanligen tydligt uttrycker i avtalstexten. Hur juristen väljer att rubricera avtalet kan inte rimligen tillmätas någon praktisk betydelse. Innebörden av avtalet varierar ”beroende på avtalets innehåll” och det avgörande ”i slutändan” blir vad som angivits i avtalet.¹¹⁰

101 Se Myrdal (2004) s 49 f.

102 Se HB 10 kap 2, 3 och 6 §§, B Hasselrot, *Handelsbalken VIII* (1905) s 1527 och Walin, Millqvist & Persson (2012) s 16.

103 Som S Lindskog, *Betalning* (2014) s 665 n 2499 menar.

104 Jfr Wallin, Millqvist & Person (2012) s 23, 51 och 305.

105 Se T Håstad, *Sakrätt*, 6u (1996) s 191 (äganderättsförbehåll) och 348 (pengar som får användas fritt); se också NJA 1932 s 292 och G Millqvist, *Sakrättens grunder*, 7u (2015) s 108.

106 Se Dernburg (1911) s 498 f.

107 Jfr M Choudhry, *The Repo Handbook*, 2u (2010) s 147, som behandlar det motsvarande förhållandet vid repor; jfr också Benjamin (2007) 13.06.

108 Se Lagrådet i prop 2004/05:30 s 130, K Grönfors & R Dotevall, *Avtalslagen*, 4u (2014) s 286, G Millqvist i *Avtalslagen 90 år* (2005) s 295 ff, Karlgren (1958) s 25 och Tuomisto (2005) s 321.

109 Karlgren (1958) s 17 f tyckte sig t ex abstrakt bättre kunna avgöra vad som vore ”förnuftigt” för parterna än var parterna konkret själva kunde göra.

110 Se prop 2004/05:30 s 42.

Det är omdiskuterat huruvida *säkerhetsställaren har separationsrätt* i säkerhetsstagarens konkurs avseende tillgångar för återleverans. Säkerhetstillgångarna utgörs i dessa fall av *generiska* tillgångar, varför separationsrätt (menar Lagrådet) enligt allmänna principer om försträckning näppeligen kunde vara befogad när mottagaren har fri förfoganderätt.¹¹¹ Regeringen menade nyligen att Lagrådets yttrande i denna del vore överspelat av NJA 2009 s 79 avseende ”pansättningar” enligt vilka ”panthavaren” givits fri förfoganderätt.¹¹² Tanken är att, om säkerhetsinnehavaren *inte har förfogat över tillgångarna*, säkerhetsställaren hade separationsrätt – åtminstone om säkerheten kunde identifieras och inte hade sammanblandats. Om ett sådant förfogande har skett kunde säkerhetsställaren inte längre åberopa sin ”äganderätt”. Separationsrätt skulle dock kunna föreligga om substitut har införskaffats, förutsatt att detta kunde identifieras och hade avskilts.¹¹³ Detta kan inte vara rätt i allmänhet och i synnerhet inte för CSA. Resonemanget företer drag av den i svensk rättsvetenskap så förkättrade begreppsjurisprudensen, som istället för ”fristående, rationella skäl” lägger blott ”en på förhand uppställd begreppsdefinition, som får just det innehåll som innebär att regeln kan förklaras”, till grund för sina slutsatser.¹¹⁴ NJA 2009 s 79 rörde ett leasingförhållande – alltså *specifika* tillgångar – medan säkerställande avseende derivattransaktioner principiellt och i praktiken alltid sker med *generiska* tillgångar. Rättsfallet är därför irrelevant för förevarande frågeställning (HD:s uttalande om de näraliggande aktielånen är *obiter dictum*¹¹⁵ och därför inte prejudicerande). Resonemanget är inte förenligt med i alla fall CSA:s utformning eller upprätthållandet av slutavräkningen (som bl a i svensk rätt åtnjuter explicit lagstiftningsskydd).¹¹⁶ CSA är uttryckligen en överlåtelse och uttryckligen inte en pant. Säkerhetsställarens anspråk på säkerhetstillgångarnas (åter)förande har redan beaktats i den för konkursboet och borgenärerna bindande slutavräkningen, vilket inte medger separat hantering av den Transaction som CSA utgör. Denna lösning skulle vidare ge *godtyckliga resultat*. Det skulle här vara *säkerhetsmottagarens ensidiga faktiska åtgärder*,

111 Se Lagrådet i prop 2004/05:30 s 122; se också Håstad (1996) s 348 (avseende pengar), H Hessler, *Allmän sakrätt* (1973) s 156 f och L Zackariasson, *Borgenärsskydd och specialitet* (2012) s 567 f. Motsvarande gäller också för förfoganden avseende specificerade tillgångar (se Millqvist (2015) s 105).

112 Se prop 2013/14:111 s 42.

113 Se prop 2004/05:30 s 53 f, prop 2013/14:111 s 43 och Ds 2003:38 s 79. Se också K Rodhe, *Handbok i sakrätt* (1985) s 439, Håstad (1996) s 155 ff, S Lindskog i *Festskrift till Suzanne Wennberg* (2009) s 227 n 11 och (2014) s 665 och t o m den annars ofta klart tänkande Undén i Undén (1976) s 172.

114 Se Millqvist (2015) s 105 f.

115 Se Millqvist (2010) s 226.

116 Jfr Advokatsamfundets remissvar R-2003/0753 (Fi2003/3538) 2003-09-09 s 2.

inte parternas avtal, som avgjorde huruvida separationsrätt funnes.¹¹⁷ Den som har ställt säkerheter vilka ännu inte har omsatts av säkerhetstagaren skulle ha separationsrätt, medan en annan säkerhetsställare när säkerhetstagaren för sina egna syften hunnit omsätta säkerhetstillgångarna *inte* skulle ha det.¹¹⁸ En sådan separationsrätt skulle också *förändra villkoren för parternas avtal*. Fri förfoganderätt innebär att säkerhetsställaren, genom att ge upp en nytthet till säkerhetsmottagaren, har betalt för en lägre kreditkostnad; och mottagaren har lämnat krediten till ett visst pris i förlitan på värdet av bl a förfoganderätten.¹¹⁹ Om säkerhetsställaren sedermera tillerkänns separationsrätt, innebure detta att säkerhetsställaren s a s finge *dubbelt betalt* – dels i form av det ursprungliga avtalets förmånligare villkor, dels i form av separationsrätten. Det kan inte vara rätt att i efterhand ändra delar av parternas överenskommelse utan att samtidigt justera övriga delar¹²⁰ eller att säkerhetstagarens övriga borgenärer¹²¹ skulle gå miste om det värde som den fria förfoganderätten innebär och som deras gäldenär (säkerhetstagaren) en gång har betalat för. Om säkerhetsställaren i efterhand tillerkänns separationsrätt, och alltså något mer än denne har avtalat om, behöver resten av avtalets bestämmelser justeras så att avtalet rätt återspeglar vad parterna (hypotetiskt) *hade* enats om så vitt de *inte* hade avtalat om fri förfoganderätt. I det här fallet har unionsrätten ingripit genom att särskilt skydda arrangemang av CSA:s typ från sådana försök att skriva om parternas överenskommelse.¹²²

I samband med Lösöreköpskommitténs betänkande menade Torgny Håstad i ett särskilt yttrande – med hänvisning till NJA 2009 s 79 och NJA 2012 s 419 (som rörde kommissionsförsäljning av specifik egendom) – att en översyn av frågeställningen kunde behövas.¹²³ En översyn torde emellertid mot bakgrund av det ovan sagda inte behövas för derivatmarknadens skull. Eftersom *separationsrätten för säkerhetsställaren blir oförutsägbar* kan jag inte dela uppfattningen om att separationsrätt för säkerhetsställaren är påkallad av praktiska behov eller tjänar marknaden.¹²⁴ Behandlingen av annan fungibel egendom än pengar

117 Så Rodhe (1985) s 439.

118 Jfr Millqvist (2010) s 229 och 236 och Wallin-Norman (2009) s 174 ff och 219 ff.

119 Jfr H G Beale, H Beale & M Bridge, *The Law of Security and Title-Based Financing*, 2u (2012) 1.06, Alizadeh & Nomikos (2009) s 415 och R Posner, *Economic Analysis of Law*, 8u (2011) s 540 f.

120 Jfr LVahlén, *Avtal och tolkning* (1960) s 235.

121 Jfr Millqvist (2010) s 237.

122 Se Säkerhetsdirektivet 3–6. Direktivet medförde relativt små förändringar i svensk lagstiftning, eftersom svensk rätt redan tidigare väsentligen motsvarade direktivets krav (se prop 2004/05:30). Den kanske viktigaste förändringen som genomfördes var 8 kap 10 § andra stycket konkurslagen.

123 Se SOU 2015:18 s 219.

124 Se Millqvist (2010) s 237.

borde här behandlas på samma sätt som pengar (d v s ingen separationsrätt för överlåtaren i förvärvarens konkurs).¹²⁵ Det har ansetts att en lösning som ger säkerhetsställaren separationsrätt vore att föredra eftersom detta ”ger säkerhetsställaren ett bättre incitament att acceptera säkerhetstagarens fria förfoganderätt”.¹²⁶ Det är oklart varför lagstiftaren ska tillhandahålla ett sådant incitament. Huruvida säkerhetsställaren ska gå med på säkerhetsmottagarens fria förfoganderätt torde angå lagstiftaren lika lite som andra kommersiella villkor parterna emellan. Varken politikerna eller tjänstemännen som deltar i lagstiftningsprocessen¹²⁷, rättsvetenskapsmännen eller domstolarna¹²⁸ har förunnats den särskilda förmågan att bättre än parterna själva avgöra vad som ligger i parternas intresse vid en given tidpunkt.

Från myndighetshåll har man börjat tycka att den kreditrisk en säkerhetsställare tar på säkerhetsmottagaren i samband med en säkerhetsöverlåtelse är oacceptabel och motverkar syftet med säkerställande. Istället förespråkas primitivare former av säkerställande (väsentligen pant) som i princip inte låter säkerhetstagaren förfoga över säkerhetstillgångarna¹²⁹ (trots att unionsrätten sedan tidigare särskilt skyddar sådana bestämmelser¹³⁰). Det återstår att se huruvida den av marknaden föredragna formen för säkerställande kan överleva eller om myndighetspreferensen blir tvingande. Värdepappersinstitut kommer fr o m den 3 januari 2017 inte att få ingå säkerhetsöverlåtelser av finansiella instrument, medel på konto eller medel som tas emot med redovisningsskyldighet med *icke-professionella kunder*¹³¹, i syfte att säkra eller täcka kunders aktuella eller framtida, faktiska eller villkorade förpliktelser¹³² (idag krävs endast särskild dokumentation av en sådan överenskommelse¹³³). Marknadsreaktionen är svår att förutse. Berörda kunder berövas värdet av den fria förfoganderätten och lär tvingas betala på annat sätt (t ex högre avgifter eller annan ränta).

125 Jfr Håstad (1996) s 158.

126 Se prop 2004/05:30 s 43.

127 Jfr T Almén & R Eklund, *Köp och byte av lös egendom*, 4u (1960) s 36.

128 Se Posner (2011) s 125.

129 Se BCBS & Board of the International Organization of Securities Commissions (“**IOSCO**”), *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives* (2015) s 19 ff. I anslutning till en tidigare lydelse har ISDA givit ut *Standard Initial Margin Model for Non-Cleared Derivatives* (2013). För att möta amerikanska krav på segregering av säkerhetstillgångar har ISDA tagit fram *ISDA 2013 Account Control Agreement*.

130 Se Säkerhetsdirektivet 5.

131 För denna tekniska term se 8 kap 15 § LVPM.

132 Se Europarådets och parlamentets direktiv 2014/65/EU 16.10 och SOU 2015:2 s 472.

133 Se 3 kap lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. I SOU 2015:2 föreslås emellertid inte någon justering av dessa bestämmelser.

Pantsättningsförbudet¹³⁴ hindrar kommuner som är icke-professionella kunder från att alls ställa säkerhet. Villkorade förtidsbetalningar kunde möjligen bevaras genom att värdeförändringarna gjordes till uppsägelsegrunder som tvingade gäldenären till ovillkorlig betalning, varefter nytt avtal ingås fram till nästa värdeförändring; eller istället ingås derivat som gäller efter varandra och som vart och ett slutregleras vid löptidens utgång. I båda fallen skulle detta innebära att derivat med långa löptider (och därför betydande kreditrisk) istället ekonomiskt delades upp i, och juridiskt ersattes av, en serie derivat med kort löptid (och därför lägre kreditrisk).

ISDA-dokumentationen innehåller således ett relativt komplext system för att reducera kreditrisken (utestående bruttobelopp) mellan parterna, såväl under MA:s löptid som efter uppsägning av avtalet. Systemet sammanfattas grafiskt i *bild 2*.

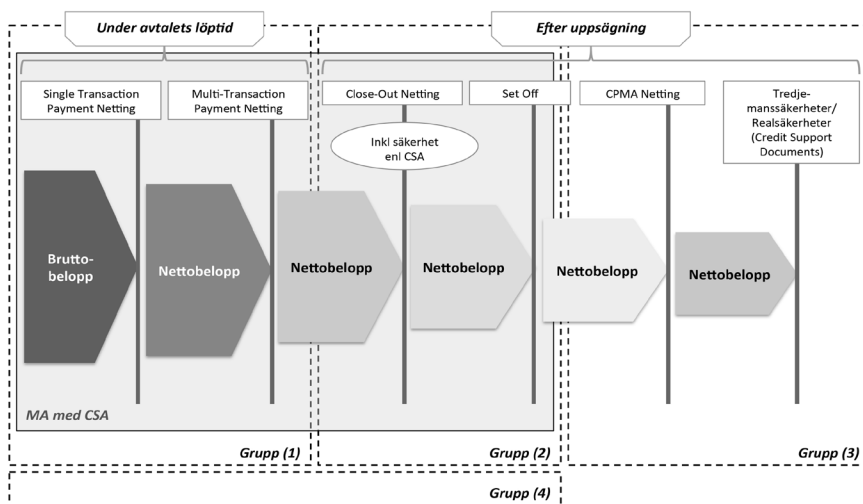


Bild 2: Hanteringen av kreditrisken mellan parterna i ISDA Management Agreement 2002 och anslutande dokumentation.

3. EMIR:S REGLERING

3.1 INLEDNING

Det system för att hantera säkerställandet av betalningsskyldigheter enligt derivat som har utarbetats genom ISDA-dokumentationen har av ”progressiva” kritiker beskrivits som ett slags privat usurpation av vad som rätteligen

¹³⁴ Se 8 kap 13 § kommunallagen (1991:900).

(och ”naturligen”) borde vara statlig (d v s politisk) och gärna administrativ reglering.¹³⁵ Denna kritik erkänner vanligen inte att ISDA-systemet kan ses som en legitim reaktion på och ett legitimt sätt att hantera genuina risker och problem. Kritiken förefaller emellertid inte delas av unionslagstiftaren som genom t ex kraven på säkerheter inom ramen för CCP-clearingen och kraven på riskhantering avseende icke-clearade OTC-derivat i EMIR, kan sägas principiellt ha knäsat de principer enligt vilket ISDA-systemet har konstruerats såsom inte endast godtagbara utan också önskvärda.

Införandet av krav på säkerställande motiveras normalt inte av omsorgen om den enskilda parten. Istället ligger två policy-motiv bakom regleringen, nämligen önskan (1) att genom att stärka enskilda aktörer minska systemrisken och (2) att uppmuntra CCP-clearing.¹³⁶ Det kan diskuteras vad EMIR här tillför av substans – de flesta aktörer som omfattas av clearingkravet är finansiella motparter¹³⁷ som redan står under tillsyn bl a avseende riskhantering¹³⁸ och som i många fall, utöver att vara underkastade skyldigheter att hantera sina risker på ett adekvat sätt, har fått olika ekonomiska incitament (t ex lättnader i kapitalkrav¹³⁹) för effektiv riskhantering. Den grupp aktörer som genom EMIR:s bestämmelser i detta avseende torde drabbas av de nya reglerna i sak är de *icke-finansiella* motparter som omfattas av clearingkravet. Eftersom dessas motparter i allmänhet torde vara finansiella motparter och deras derivat därför oftast torde vara föremål för säkerställande och andra riskhanterande åtgärder redan enligt marknadspraxis och äldre reglering, är det oklart hur många aktörer som i sak nu omfattas av nya regler om riskhantering i samband med derivat – och huruvida denna grupp verkligen kan anses utgöra en så stor risk eller kan anses ha försummat sin riskhantering i en sådan grad att det rättfärdigar särskild unionsrättslig lagstiftning.

3.2 RISKHANTERINGSKRAVEN

3.2.1 INLEDNING

EMIR innehåller en rad olika föreskrifter som parter till icke-clearade OTC-derivat som omfattas av clearingkravet (**”Clearingparter”**) har att iakttä.

¹³⁵ Se t ex Riles (2011).

¹³⁶ Se BCBS & IOSCO (2015) s 2.

¹³⁷ ”Finansiella motparter”, ”icke-finansiella motparter” respektive ”motparter” definieras i EMIR och diskuteras i Hanqvist (2014b) s 405 f.

¹³⁸ Se t ex 8 kap 4 § LVPM; 6 kap 2 § lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse; 4 kap 1 § försäkringsrörelselagen; 5 kap 2 § lagen om värdepappersfonder; 8 kap 4 § lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder; 3 kap 2 § lagen (2014:968) om särskild tillsyn över kreditinstitut och värdepappersbolag.

¹³⁹ Se t ex CRR 196 och 197.

Finansiella motparter ska inneha ett lämpligt och proportionellt *kapital* för att hantera den risk som inte täcks av en lämplig utväxling av säkerheter.¹⁴⁰ *Finansiella motparter* ska ha riskhanteringsförfaranden som kräver en *utväxling av säkerheter* som sker i tid, är ”korrekt” och så att säkerheterna på lämpligt vis är separerade. *Icke-finansiella motparter* som är Clearingparter ska ha riskhanteringsförfaranden som kräver en utväxling av säkerheter som sker i tid, är ”korrekt” och så att säkerheterna på lämpligt vis har separerats när det gäller derivat som har ingåtts på och efter dagen då clearingtröskeln överskreds.¹⁴¹ Clearingparter ska vidare med ”tillbörlig aktsamhet” se till att det har införts ”lämpliga förfaranden och system” för att mäta, övervaka och begränsa operativa risker och kreditrisker, och då minst följande: (a) förfaranden, om möjligt på elektronisk väg, som säkerställer att det berörda avtalsvillkor bekräftats i tid (*transaktionsbekräftelser*),¹⁴² och (b) formaliserade förfaranden som är stabila, motståndskraftiga och kontrollerbara för att stämma av portföljer, hantera därmed förknippade risker och tidigt upptäcka tvister mellan parterna och lösa dem, samt övervaka värdet av utestående kontrakt (*transaktionsavstämning*).¹⁴³ För att hantera vissa av kraven har ISDA tagit fram ett särskilt ”protokoll” som på ett enkelt sätt gör det möjligt för parter som har ingått MA att modifiera avtalen vad gäller t ex transaktionsavstämning.¹⁴⁴

3.2.2 SÄKERHETER

De europeiska tillsynsmyndigheterna publicerade den 14 april 2014 ett remissförslag till genomförandeförordning avseende säkerställande.¹⁴⁵ Utkastet bygger i princip på de internationella standarderna.¹⁴⁶ Förslaget innehåller samma grundläggande säkerhetsmodell som gäller för CCP-clearingen.¹⁴⁷ Säkerheter krävs i två olika avseenden: dels för att periodiskt täcka de dagliga variationerna i exponeringarna (*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;

¹⁴⁰ Se EMIR 11.4.

¹⁴¹ Se EMIR 11.3.

¹⁴² Rättsakterna använder ”godkännande”; i anslutning till marknadspraxis’ och de engelska språkversionernas *confirmation* använder jag ”bekräftelse”. Det handlar om att i beständig form bekräfta redan bindande villkor (se R Hannemann & al (2013) s 804). ISDA har publicerat modellklausuler för att modifiera MA:s bestämmelser för att underlätta för parterna att uppfylla kraven på transaktionsbekräftelser.

¹⁴³ Se EMIR 11.1.

¹⁴⁴ Se ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol.

¹⁴⁵ Se Consultation Paper JC/CP/2014/03 (”JC”).

¹⁴⁶ Se JC s 9 (d v s i praktiken den tidigare versionen av BCBS & IOSCO (2015)).

¹⁴⁷ Jfr Hanqvist (2014b) s 413.

den kallas därför *initial margin* ("IM"). Detta överensstämmer i stort med CSA:s struktur.¹⁴⁸ Förslaget föreskriver dagligt säkerställande, av VM samma affärsdag som exponeringen uppstår, av IM senast affärsdagen därefter. IM kan beräknas enligt den föreskrivna standardmetoden eller interna modeller. Vissa avdrag (*haircuts*) krävs. Förslaget föreskriver också bl a: vilken sorts tillgångar som kan godtas som säkerhet; daglig värdering av tillgångarna; och olika förfaranderegler om hur tillgångarna ska hanteras. I synnerhet föreskrivs *segrering av IM*. Detta kan rimligen endast gälla *då säkerheten inte har ställts enligt CSA eller andra motsvarande säkerhetsöverlåtelser* utan endast vid pantsättningar eller annars då avsikten är att säkerhetsmottagaren inte fritt ska få förfoga över säkerhetstillgångarna. Vad gäller CSA är, givet avtalets logik och innehåll, *ingen* separation lämplig eftersom tillgångarna ingår i mottagarens förmögenhet.

Kraven införs stegvis, bl a utifrån omfattningen av parternas derivatexponering och troligen enligt den internationellt överenskomna tidtabellen:¹⁴⁹ VM börjar fasas in fr o m september 2016 och IM fr o m mars 2017. Full implementering ska ha skett senast i september 2020. Det har antagits att ISDA-systemets säkerhetsdokument uppfyller EMIR:s krav i denna del.¹⁵⁰ Om detta råder dock ingen enighet utan parterna förväntas genomföra omfattande dokumentationsanalyser och troligen ny dokumentering av förhållandena.

3.2.3 TRANSAKTIONSBEKRÄFTELSE

Troligen som en reaktion på de ovan beskrivna förseningarna med Confirmations har det ansetts viktigt att parterna bekräftar avtalsvillkoren så snart som möjligt efter det att transaktionen har ingåtts i syfte att säkerställa att det råder samsyn och rättslig visshet kring villkoren för transaktionen. Strävan är att relevant marknadspraxis ska utvecklas inom detta område.¹⁵¹ OTC-derivat som ingås *mellan Clearingparter* och som inte clearas av en CCP ska bekräftas, om möjligt på elektronisk väg, så snart som möjligt och senast enligt följande:¹⁵²

- (a) *kredit- och ränteswappar*: vid utgången av affärsdagen efter den dag då derivatet verkställs och
- (b) *aktieswappar, valutaswappar, råvaruswappar och alla andra derivat*: vid utgången av affärsdagen efter den dag då derivatet verkställs.

¹⁴⁸ Sälunda motsvaras IM av Independent Amount (jfr not 74).

¹⁴⁹ Se BCBS & IOSCO (2015) 8.1–8.8.

¹⁵⁰ Se Reiner (2013) Einleitung Rn 49.

¹⁵¹ Se kommissionens delegerade förordning (EU) nr 149/2013 ("Delf-I") recit (27).

¹⁵² Se Delf-I 12.1 och 12.2; övergångsregler gäller beträffande vissa äldre derivat.

OTC-derivat som ingås med en *icke-finansiell motpart som inte är Clearingpart* ska bekräftas, om möjligt på elektronisk väg, så snart som möjligt och senast enligt följande:

- (a) *kredit- och ränteswappar*: vid utgången av den andra affärsdagen efter den dag då derivatet verkställs
- (b) *aktieswappar, valutaswappar, råvaruswappar och alla andra derivat*: vid utgången av den andra affärsdagen efter verkställandedagen.

Ingås en transaktion efter kl 16.00, eller med en motpart i en annan tidszon så att bekräftelsen inte kan ske inom fastställd tidsfrist, ska bekräftelsen ske så snart som möjligt och senast en affärsdag efter den angivna tidsfristen. För vissa komplicerade derivat tar dokumentationsprocessen, även när den inleds omedelbart vid avslutet, flera dagar eller t o m veckor i anspråk. Kommissionen menade att i synnerhet sådana parter kan behöva införa verktyg för att uppfylla kravet på bekräftelse i tid.¹⁵³ Detta kommer i många fall dock vara omöjligt. *Finansiella motparter* ska ha nödvändiga rutiner för att månadsvis till behörig myndighet rapportera om hur många transaktioner som inte har bekräftats och som har varit utestående i mer än fem affärsdagar¹⁵⁴ (d v s dagar som är affärsdagar i *båda* parternas jurisdiktioner¹⁵⁵).

3.2.4 TRANSAKTIONSAVSTÄMNING

Parterna ska *innan* OTC-derivat ingås skriftligen eller på annan motsvarande elektronisk väg komma överens om arrangemangen för ”portföljförlikning”. Portföljförlikningen ska utföras av parterna eller av en kvalificerad och vederbörligen instruerad tredjepart. För att tidigt identifiera eventuella diskrepanser i väsentliga avtalsvillkor ska portföljförlikningen utföras enligt följande:

- (a) För en *Clearingpart*:
 - (i) *varje affärsdag* när parterna har ≥ 500 utestående OTC-derivat;
 - (ii) *veckovis* när parterna har 51–499 utestående OTC-derivat någon gång under veckan;
 - (iii) *kvartalsvis* när motparterna har ≤ 50 utestående OTC-derivat någon gång under kvartalet.

¹⁵³ Se DelF-I recit (27).

¹⁵⁴ Se DelF-I 12.3 och 12.4.

¹⁵⁵ Se ESMA, *Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)* (ESMA/2014/1300) OTC Answer 6(e).

(b) För en *icke-finansiell motpart som inte omfattas av clearingkravet*:

- (i) *kvartalsvis* när motparterna har > 100 utestående OTC-derivat någon gång under kvartalet eller
- (ii) *ärligen* när motparterna har ≤ 100 utestående OTC-derivat.¹⁵⁶

Både finansiella och icke-finansiella motparter som har ≥ 500 utestående OTC-derivat som inte CCP-clearas ska ha förfaranden för att regelbundet, och minst två gånger om året, analysera möjligheten att genomföra en "portföljkompression" för att minska motpartskreditriskerna samt inleda en sådan portföljkompression. "Portföljkompression" definieras inte i EMIR eller anslutande rättsakter. I den nya regleringen av värdepappersmarknaden ges dock följande definition: "en riskreduceringstjänst, där två eller fler motparter helt eller delvis avslutar några av eller alla de derivat som lämnats av dessa motparter för att ingå i portföljkompressionen och ersätta de derivat som avslutats med ett annat derivat vars kombinerade nominella värde är mindre än det kombinerade nominella värdet för de derivat som avslutats".¹⁵⁷ Det kan antas att denna definition också kan anses gälla avseende EMIR. Parterna ska säkerställa att de har en "rimlig och giltig" förklaring till behörig myndighet om de tycker att en portföljkompression inte behövs.¹⁵⁸ En sådan förklaring kan enligt Esma t ex innefatta att portföljen inte medger motstående transaktioner; att multilaterala kompressionstjänster inte finns tillgängliga på den aktuella marknaden, för den aktuella produkten eller de aktuella deltagarna, och att bilateral kompression inte kan genomföras; eller att kompression i betydande grad skulle negativt påverka verkningsgraden hos ett företags interna riskhantering eller redovisning.¹⁵⁹ "Verkningsgraden" är här min översättning av *effectiveness* i Esma:s engelska text (förordningens svenskspråkiga¹⁶⁰ version har "effektivitet"). Detta ord betyder inte "effektivitet" (vilket på engelska heter *efficiency*) utan betecknar *egenskapen att ha verkan*.¹⁶¹ Det räcker således inte att portföljkompressionen leder till sämre resursutnyttjande inom riskhanteringen eller redovisningen – istället är det riskhanterings

¹⁵⁶ Se Delf-I 13.

¹⁵⁷ Se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 600/2014 2.1(47).

¹⁵⁸ Se Delf-I 14.

¹⁵⁹ Se ESMA (2014) OTC Answer 11(a).

¹⁶⁰ Eftersom ingen medlemsstat ensam förfogar över en viss språkversion (alla versionerna är lika autentiska) och svenska är officiellt språk i Finland, vore det missvisande att tala om en "svensk" språkversion. Staten Sverige förfogar inte över det svenska språket, i synnerhet inte i dess egenskap av ett av unionens officiella språk.

¹⁶¹ Se Hanqvist (2014a) s 93 n 104. Detta språkliga problem återkommer vad gäller unionsrättens tillämpning i Sverige (se D Hanqvist, "Suum cuique – Syntetisk konkurrens i el- och naturgasnät", FT 2014 s 55 å s 83).

respektive redovisningens *förmåga att uppnå relevanta syften* som skulle påverkas negativt i betydande grad.

Parterna ska avtala om detaljerade förfaranden och processer avseende: (a) identifiering, registrering och övervakning av tvister beträffande bekräftelse eller värdering av kontraktet samt utväxling av säkerheter; genom dessa förfaranden ska åtminstone registreras hur länge tvisten är olöst, relevant part samt tvistigt belopp; och (b) tvistlösning i tid med särskild process för tvister som inte har lösts inom fem affärsdagar; finansiella motparter ska rapportera alla tvister som avser OTC-derivat, dess värdering eller utväxlingen av säkerheter till ett belopp eller värde > 15 miljoner euro och som har varit olöst under minst femton affärsdagar.¹⁶²

Clearingparter ska dagligen uppdatera marknadsvärdet av utestående kontrakt. Förhindrar marknadsförhållandena uppdateringen ska tillförlitliga och försiktiga modellvärderingar användas.¹⁶³ Marknadsförhållanden som förhindrar omvärdering av ett OTC-derivat till aktuellt marknadsvärde förekommer när (a) marknaden är inaktiv eller (b) spridningen inom intervallet av rimliga uppskattningar av verkligt värde är betydande och sannolikheterna för de olika uppskattningarna inte rimligen kan bedömas. En marknad anses inaktiv om priser inte finns lätt och regelbundet tillgängliga och de tillgängliga priserna inte representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner enligt armlängdsprincipen.¹⁶⁴ Modellvärdering får användas om modellen:

- (a) införlivar samtliga faktorer som motparter skulle ta hänsyn till när de fastställer ett pris, vilket inbegriper att använda så mycket information om omvärderingen till aktuellt marknadsvärde som möjligt;
- (b) följer vedertagna ekonomiska metoder för prissättning av finansiella instrument;
- (c) kalibreras och validitetstestas med hjälp av priser från observerbara aktuella marknadstransaktioner i samma finansiella instrument eller baserade på tillgängliga observerbara marknadsuppgifter;
- (d) valideras och övervakas oberoende av en annan enhet än risktagaren; och
- (e) dokumenteras och godkänns på vederbörligt sätt av styrelsen (eller en kommitté efter delegering) så ofta som krävs, efter varje väsentlig ändring och åtminstone årligen.¹⁶⁵

¹⁶² Se DelF-I 15.

¹⁶³ Se EMIR 11.2. Se även BCBS & IOSCO (2015) och ISDA (2013).

¹⁶⁴ Se DelF-I 16.

¹⁶⁵ Se DelF-I 17.

3.3 UNDANTAG FRÅN RISKHANTERINGSKRAVEN FÖR FÖRETAGSGRUPPER

Flera undantag från riskhanteringskraven görs för företagsgrupper som bestäms på olika sätt. Undantagen gäller fyra grupper, sammansatta enligt komponenterna (1) och (2)(a)–(d) nedan:

Grupp I [(1) och (2)]:

- Transaktioner som ingås av motparter etablerade i samma medlemsstat, om det saknas rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan parterna.¹⁶⁶

Grupp II [(1)]:

- Transaktioner mellan *icke-finansiella motparter* etablerade i olika medlemsstater *om*: (a) parternas riskhanteringsförfaranden är tillräckligt sunda och solida och står i överstämmelse med komplexiteten i derivattransaktionen och (b) det saknas rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan motparterna. Icke-finansiella motparter ska underrätta behöriga myndigheter om sin avsikt att tillämpa undantaget. Undantaget ska gälla om inte någon av de underrättade behöriga myndigheterna inom tre månader efter underrättelsen meddelar att den inte längre instämmer i att villkoren i (a) eller (b) är uppfyllda.¹⁶⁷
- Transaktioner mellan en icke-finansiell motpart etablerad inom unionen och en motpart etablerad inom en tredjelandsjurisdiktion *om*: (a) parternas riskhanteringsförfaranden är tillräckligt sunda och solida och står i överstämmelse med komplexiteten i derivattransaktionen och (b) det saknas rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan parterna. De icke-finansiella motparterna ska underrätta behöriga myndigheter om sin avsikt att tillämpa undantaget. Undantaget gäller om inte någon av de underrättade behöriga myndigheterna inom tre månader efter underrättelsen meddelar att den inte längre instämmer i att villkoren i (a) eller (b) är uppfyllda.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Se EMIR 11.5.

¹⁶⁷ Se EMIR 11.7.

¹⁶⁸ Se EMIR 11.9.

- Transaktioner som ingås mellan en icke-finansiell motpart och en finansiell motpart vilka är etablerade i olika medlemsstater efter positivt beslut från den behöriga myndighet som ansvarar för tillsynen över den finansiella motparten *om*: (a) parternas riskhanteringsförfaranden är tillräckligt sunda och solida och står i överstämmelse med komplexiteten i derivattransaktionen och (b) det saknas rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan motparterna. Undantaget gäller utom i det fall då den underrättade behöriga myndigheten inte instämmer i att villkoren i (a) eller (b) är uppfyllda. Om oenighet råder mellan behöriga myndigheter får Esma bistå dessa myndigheter med att nå fram till en överenskommelse.¹⁶⁹

Grupp III [(2)(a)–(c)]:

- Transaktioner mellan parter etablerade i *olika* medlemsstater ska helt eller delvis undantas från kravet efter positivt (d v s aktivt) beslut från båda relevanta behöriga myndigheter *om* parternas riskhanteringsförfaranden är tillräckligt sunda och kraftfulla och står i överstämmelse med komplexiteten i derivattransaktionen och det finns inga rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan motparterna. Kan de behöriga myndigheterna inte enas om ett positivt beslut inom 30 kalenderdagar från mottagandet av ansökan om undantag, får Esma bistå dessa myndigheter med att nå fram till en överenskommelse.¹⁷⁰

Grupp IV [(2)]:

- Transaktioner mellan en part som är etablerad inom unionen och *motpart som är etablerad inom ett tredjelands jurisdiktion* efter positivt beslut från behörig myndighet som ansvarar för tillsynen av den motpart som är etablerad inom unionen *om* parternas riskhanteringsförfaranden är tillräckligt sunda och solida och står i överstämmelse med komplexiteten i derivattransaktionen och det saknas rådande eller förutsebara praktiska eller rättsliga hinder för en snabb överföring av eget kapital eller återbetalning av skulder mellan parterna.¹⁷¹

¹⁶⁹ Se EMIR 11.10.

¹⁷⁰ Se EMIR 11.6.

¹⁷¹ Se EMIR 11.8.

Transaktioner som görs ”inom gruppen” utgörs av transaktioner som ingås under följande förutsättningar (som utgör komponenterna i vid gruppbestämningen ovan):¹⁷²

- (1) För *icke-finansiella motparter*: med motpart inom samma grupp *om* parterna omfattas av samma konsolidering; lämpliga centraliserade förfaranden för riskbedömning, -mätning och -kontroll; och motparten är etablerad i unionen eller tredjeland avseende vilket kommissionen har antagit en genomförandeakt.
- (2) För *finansiella motparter*:
 - (a) med motpart inom samma grupp *om*:
 - (i) den finansiella motparten är etablerad inom unionen eller i ett tredjeland avseende vilket kommissionen har antagit en genomförandeakt;
 - (ii) motparten är en finansiell motpart, ett finansiellt holdingföretag, ett finansinstitut eller ett företag för anknutna tjänster som omfattas av tillfredsställande tillsynskrav;
 - (iii) parterna omfattas av samma konsolidering; och
 - (iv) parterna omfattas av lämpliga centraliserade förfaranden för riskbedömning, -mätning och -kontroll;
 - (b) mellan parter som ingår i samma institutionella skyddssystem¹⁷³, *om* villkoren i (a)(ii) är uppfyllda;
 - (c) mellan kreditinstitut som är underställda samma centrala företagsenhet eller mellan kreditinstitutet och den centrala företagsenheten; eller
 - (d) med en icke-finansiell motpart inom samma grupp *om* parterna omfattas av samma konsolidering; lämpliga centraliserade förfaranden för riskbedömning, -mätning och -kontroll och motparten är etablerad i unionen eller tredjeland avseende vilket kommissionen har antagit en genomförandeakt.

Parter omfattas av samma konsolidering *om* de omfattas av samma (a) koncernredovisning eller, för en grupp vars moderföretag har sitt huvudkontor i tredjeland, i enlighet med IFRS-likvärdiga allmänt accepterade redovisningsstandarder i det landet (eller redovisningsstandarder i tredjeland vars användning annars är tillåten) eller (b) gruppbaseerade tillsyn eller, när för en grupp

¹⁷² Se EMIR 3.1 och 3.2.

¹⁷³ EMIR hänvisar här till art 80.8 i direktiv 2006/48/EG, som numera motsvaras av CRR 113.7. Det rör sig om garantisystem för att förhindra deltagarnas insolvens eller insufficiens.

vars moderföretag har sitt huvudkontor i ett tredjeland, samma likvärdiga gruppbaseerade tillsyn från en behörig myndighet i tredjeland.¹⁷⁴

3.4 EXTRA-TERRITORIELL TILLÄMPNING AV EMIR:S KRAV

I vissa avseenden har EMIR:s krav i här relevanta avseenden en viss extra-territoriell omfattning i den meningen att krav motsvarande dem som gäller beträffande OTC-derivat som ingås mellan unionsaktörer, också gäller beträffande OTC-derivat som ingåtts *mellan enheter i tredjeland* som skulle omfattas av dessa krav om de vore etablerade i unionen, under förutsättning att (1) derivaten har en *direkt, väsentlig och förutsebar verkan inom unionen* eller (2) *när så är nödvändigt eller lämpligt för att förhindra att bestämmelserna i EMIR kringgås*.¹⁷⁵

(1) Direkt, väsentlig och förutsebar verkan inom unionen.—Två olika fall regleras. Ett relativt enkelt fall gäller när de båda enheterna etablerade i ett tredjeland ingår OTC-derivat via *sina filialer i unionen och skulle uppfylla kraven på finansiella motparter om de vore etablerade där*. Derivatet anses då ha en direkt, väsentlig och förutsebar effekt inom unionen.¹⁷⁶

Emellertid har regleringen utformats för att också fånga vissa mer indirekta förhållanden. Ett OTC-derivat anses även ha en direkt, väsentlig och förutsebar effekt inom unionen när minst en tredjelandsenhet har fördel av en garanti som har ställts av en finansiell motpart etablerad i unionen som täcker hela eller del av dess skuldförpliktelse till följd av derivatet, förutsatt att garantin uppfyller följande båda villkor:

- (a) Den täcker en tredjelandsenhets hela skuldförpliktelse till följd av ett eller flera OTC-derivat till ett sammanlagt nominellt belopp på minst 8 miljarder euro eller motsvarande belopp i relevant utländsk valuta, eller det täcker endast en del av skuldförpliktelsen till följd av ett eller flera OTC-derivat till ett sammanlagt nominellt belopp på minst 8 miljarder euro eller motsvarande belopp i relevant utländsk valuta dividerad med den procentandel av den skuldförpliktelse som täcks, och
- (b) den motsvarar minst 5 % av summan av aktuella exponeringar i OTC-derivat¹⁷⁷ avseende den finansiella motpart etablerad i unionen som utfärdar garantin.

¹⁷⁴ Se EMIR 3.3.

¹⁷⁵ Se EMIR 11.12.

¹⁷⁶ Se kommissionens delegerade förordning (EU) nr 285/2014 ("DelF-II") 2.2.

¹⁷⁷ Enligt CRR 272(17).

När garantin utfärdas för ett högsta belopp som *understiger* tröskelvärdet i (a), ska avtalen som täcks av garantin inte anses ha en direkt, väsentlig och förutsebar effekt inom unionen såvida inte garantibeloppet höjs, i vilket fall effekten ska omprövas av garantigivaren med avseende på villkoren i (a) och (b) på dagen för ökningen. Om skuldförpliktelsen till följd av ett eller flera OTC-derivat *understiger* tröskelvärdet i (a), ska sådana avtal inte anses ha en direkt, väsentlig och förutsebar effekt inom unionen även om det högsta garantibelopp som täcker en sådan skuldförpliktelse *motsvarar eller överstiger* tröskelvärdet i (a) och även om villkoret i (b) har uppfyllts. I händelse av en *ökning* av den skuldförpliktelse som uppstår till följd av OTC-derivat eller en *minskning* av den aktuella exponeringen, ska garantigivaren göra en förnyad bedömning av huruvida villkoren i (a) och (b) är uppfyllda. Bedömningen ska göras den dag skuldförpliktelsen ökar med avseende på villkoret i (a) respektive månatligen för villkoret i (b). OTC-derivat för ett sammanlagt nominellt belopp på minst 8 miljarder euro eller motsvarande belopp i utländsk valuta som ingåtts innan garantin har utfärdats eller ökats, och som därefter täcks av en garanti som uppfyller villkoren i (a) och (b), ska anses ha en direkt, väsentlig och förutsebar effekt inom unionen.¹⁷⁸

(2) Förhindrande av att EMIR:s bestämmelser kringgås.—Ett OTC-derivat ska anses kringgå EMIR om avtalet bedöms ha ingåtts, i sin helhet och med hänsyn till alla omständigheter, främst i syfte att undvika tillämpningen av förordningen.¹⁷⁹ Ett avtal ska anses ha ett sådant syfte om det främsta syftet med ett arrangemang eller en rad arrangemang i samband med OTC-derivat är att motverka ändamålet, andemeningen ”och” syftet med en bestämmelse som annars skulle gälla, även när den ingår i ett konstlat arrangemang eller en rad konstlade arrangemang.¹⁸⁰ Förordningstexten förefaller här innebära att motverkandet ska avse ändamålet *och* andemeningen *och* syftet med den relevanta bestämmelsen; det skulle alltså röra sig om kumulativa rekvisit. Här rör det sig nog inte om en enkel språkfråga – alla språkversioner verkar ha motsvarigheten till ”och”. Ett avtal vars främsta syfte vore att motverka ändamålet *eller* andemeningen *eller* syftet med en bestämmelse skulle enligt ordalydelsen alltså inte anses ha som främsta syfte att undvika tillämpningen av EMIR. I det här fallet är det rimligt att anta att författaren har velat vara heltäckande och velat få med alla tre rekvisiten och därför trott att ”och” vore korrekt, medan det rätta är ”eller” för att formuleringen ska uppnå syftet och bli heltäckande, snarare än att uppnå motsatsen genom att vara inskränkande. Valet av rekvisit ger inte intryck av konceptuell skärpa – särskilt hänvisningen till

¹⁷⁸ Se Delf-II 2.1.

¹⁷⁹ Se Delf-II 3h.1.

¹⁸⁰ Se Delf-II 3.2 första stycket.

”andemeningen” inger tveksamhet – , vilket talar emot att bestämmelsen ska tas för bokstavligt eller pressas för hårt enligt ordalydelsen. Den bristande skärpan märks särskilt i den svenskspråkliga versionen som tautologiskt inkluderar såväl ”ändamålet” som ”syftet”. Flera andra språkversioner är något tydligare och undviker redundansen genom att ange ”föremålet” – *objet*, *Gegenstand*, *objet*, *objeto*, *oggetto*, *formålet* – snarare än ”ändamålet”. Det ligger därför nära till hands att såväl de nationella som unionsmyndigheterna skulle se rekvisiten som *alternativa* snarare än kumulativa: ett avtal torde få anses ha som främsta syfte att undvika tillämpningen av EMIR om dess främsta syfte är att motverka en bestämmelses ändamål *eller* andemening *eller* syfte. Vidare anges att ett avtal (inklusive ”varje avtal, transaktion, ordning, åtgärd, insats, överenskommelse, beviljande, samförstånd, löfte, åtagande eller händelse”, bestående av ett eller flera steg eller delar) ska betraktas som ett konstlat upplägg om det i sig saknar affärsmässig grund, kommersiell substans eller relevant ekonomisk motivering.¹⁸¹

3.5 SANKTIONER

Enligt EMIR ska medlemsstaterna införa sanktioner vid överträdelser av bestämmelserna om riskhantering. För svensk del regleras sanktionerna främst i EMIR-L.¹⁸² Sanktionerna, som åtminstone ska inkludera administrativa avgifter, ska vara ”effektiva, proportionella och avskräckande”;¹⁸³ med ”effektiva” torde avses ”verksamma”¹⁸⁴. Sanktionerna kan dock medföra negativa effekter på marknaden i stort genom att systemriskerna aktualiseras. EMIR modifierar därför sanktionskravet genom att myndigheterna som ansvarar för tillsynen av finansiella motparter, och i tillämpliga fall icke-finansiella motparter, ska offentliggöra alla sanktioner som utdömts för överträdelser, *förutsatt att detta inte skapar allvarlig oro på finansmarknaderna eller åsamkar berörda parter oproportionerliga skador*.¹⁸⁵ EMIR klargör att överträdelse av bestämmelserna inte påverkar giltigheten av ett derivat eller parternas möjligheter att verkställa avtalsbestämmelserna och inte är skadestandsgrundande.¹⁸⁶

4. SAMMANFATTANDE SYNPUNKTER

Hantering av kreditrisker i samband med OTC-derivat har länge upptagit marknadsaktörerna. Till stor del genom ISDA:s insatser har marknaden utvecklat ett välbeprövat system för att genom olika avtalsmekanismer och säkerheter hantera kreditriskerna. ISDA har reagerat på ny reglering och marknadstrender genom

¹⁸¹ Se DelF-II 3.2 andra stycket.

¹⁸² Se 2 kap 1 § första stycket pkt 4 EMIR-L (se också Hanqvist (2014a) s 100 ff).

¹⁸³ Se EMIR 12.1.

¹⁸⁴ Jfr ovan vid n 160.

¹⁸⁵ Se EMIR 12.2.

¹⁸⁶ Se EMIR 12.3.

att successivt publicera modellavtalslösningar för att hantera flera av de nya kraven. Systemet har fått stort genomslag och har fungerat väl: slutavräkning beräknas ha reducerat kreditexponeringen med mellan 85 % och 90 %¹⁸⁷ och respondenterna i en undersökning under 2014 angav att över 90 % av alla icke-clearade OTC-derivat var föremål för säkerhetsarrangemang vid utgången av 2013¹⁸⁸, att jämföra med endast ca 59 % 2007¹⁸⁹ (d v s innan den finansiella krisen på allvar bröt ut). Marknadens trend mot att högre grad av säkerställande förväntas fortsätta.¹⁹⁰

Genom EMIR kan unionslagstiftaren sägas ha godkänt systemets principer och i flera avseenden ansträngt sig för att skydda främst nettnings- och säkerhetsarrangemang också i förhållande till i övrigt drakoniska krishanterande myndighetsåtgärder. Lagstiftningen förändrar inte principerna för det privata systemet, men främst reglerade aktörer underkastas mer detaljerade procedur-regler för riskhanteringen, delvis överlappande med tidigare reglering. I framtiden kan dock myndigheterna komma att ingripa mot den vanligaste formen av säkerställande, säkerhetsöverlåtelse. Eftersom den fria förfoganderätten över säkerhetstillgångarna därmed inskränks, inskränks också säkerhetsmottagarens tillgång till likviditet och därmed dennes allmänna betalningsförmåga. Följderna för den finansiella stabiliteten och tillgången till likviditet bör nog övervägas inför ett ingripande.¹⁹¹ Det kan noteras att kraven på CCP-clearing splittrar nettningspoolerna och resulterar i mindre nettningspooler med lägre grad av diversifiering (och därmed högre korrelationsrisker),¹⁹² varför den riskreducerade effekten av nettning torde komma att avta successivt i takt med att CCP-clearingen omfattar allt fler derivatklasser.

187 Se D Mengle, "The Importance of Close-Out Netting", *ISDA Research Notes* 1/2010 s 1 (med hänvisningar). Fuchs (2013) s 70 anger en nittioåttaprocentig reduktion av kreditrisken. Med antagandet att all kreditrisk ska vara säkerställd menar M Singh att främst transaktioner med stater eller andra aktörer med mycket hög kreditvärdighet liksom mellan de största aktörerna har för lite säkerheter (se "Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market", *IMF Working Paper* WPI/10/99 (2010) s 6).

188 Se ISDA (2014) s 9.

189 Se ISDA, *ISDA Margin Survey* 2007 s 4.

190 Se S P Bender, *Negotiating Skills for the ISDA Master Agreement* (2011) s 99.

191 Jfr S O'Connor, "OTC derivatives: ensuring safe, efficient markets that support economic growth", *Banque de France Financial Stability Review* No 17 (2013) s 217, M A Segoviano & M Singh, "Counterparty Risk in the Over-The-Counter Derivatives Market", *IMF Working Paper* WP/08/258 (2008) s 18 och M Singh & J Aitken, "Counterparty Risk, Impact on Collateral Flows, and Role for Central Counterparties", *IMF Working Paper* WPI/09/173 (2009) s 8.

192 Se M Singh, "OTC derivatives: new rules, new actors, new risks", *Banque de France Financial Stability Review* No 17 (2013) s 211 och box I. Motsatt ståndpunkt i C Sidanius & F Zikes, "OTC derivatives reform and collateral demand impact", *Bank of England Financial Stability Paper* No 18 (2012) s 9.

Genom att reducera differentieringen mellan olika gäldenärer kan generella säkerhetskrav försvåra marknadskommunikationen genom att begränsa den signaleffekt avseende gäldenärernas kreditvärdighet som (frånvaron av) säkerställande ger.¹⁹³ Hårdare säkerhetskrav kan stärka det automatiska sambandet mellan statsfinanserna och det finansiella systemets stabilitet. Eftersom banktillgodohavanden dominerar som säkerhetstillgång, tätt följda av statspapper, blir värdet på säkerhetstillgångarna beroende av inflationstakten hos den valuta i vilken tillgodohavandena har denominerats, det offentliga stödet till bankerna, den ekonomiska politiken och de berörda staternas kreditvärdighet. Sambandet förstärks ytterligare eftersom också staterna i högre grad förväntas ställa säkerhet i samband med OTC-derivat, och då ofta kan förväntas använda egenemitterade statspapper, i alla fall avseende åtaganden i den egna valutan.¹⁹⁴ Givet statsskuldens höga nivå i de utvecklade ekonomierna kan staterna förväntas reducera sina skulder genom kombinationen finansiell repression och inflation,¹⁹⁵ med negativa effekter på den finansiella stabiliteten. Regleringens accentuerade fragmentering genom många regleringslager, i anslutning till EMIR själv och till annan och tidigare reglering, skapar ett uppenbart behov av förbättrad lagstiftningskvalitet vad gäller samordning och koherens.¹⁹⁶

Givet hur långt marknaden har nått *utan reglering* är den troliga effekten av EMIR på det här området relativt begränsad i det kortare tidsperspektivet. På längre sikt är effekten svår att bedöma. I bästa fall vidmakthålls åtminstone det etablerade systemet och parternas operativa disciplin. På så sätt kunde regleringen – även om den inte kan förväntas förhindra framtida kriser – förbättra möjligheterna för såväl marknadsaktörer som myndigheter att praktiskt hantera delar av utfallet av framtida kriser som också påverkar marknaden för OTC-derivat. I andra avseenden kan regleringen komma att försämra marknadens funktionssätt och bidra till framtida kriser. ☹️

193 Jfr J Tirole, *The Theory of Corporate Finance* (2006) s 253.

194 Se OECD, "Regulatory Reform of OTC Derivatives and Its Implications for Sovereign Debt Management Practices", *OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management* No 1 (2011) s 18 f.

195 Se C Reinhart & M B Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", *IMF Working Paper WP/15/7* (2015); jfr dock S M A Abbas, L Blattner, M De Broeck, A El-Ganainy & Malin Hu, "Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective", *IMF Working Paper WP/14/162* (2014).

196 Se Hanqvist (2014a) s 104 f.