



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG

DAN HANQVIST

Ur askan i elden: Riskhanteringen
i centrala motparter enligt EMIR

Särtryck ur häfte 1/2016

UR ASKAN I ELDEN: RISKHANTERINGEN HOS CENTRALA MOTPARTER ENLIGT EMIR

Av Dan Hanqvist¹

“Escaping goblins to be caught by wolves!” he said, and it became a proverb, though we now say ‘out of the frying-pan into the fire’ in the same sort of uncomfortable situations.

–J R R Tolkien,
The Hobbit

EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motparter (“CCP:er”) och transaktionsregister (“EMIR”), som började gälla i februari 2014, föreskriver, utöver transaktionsrapportering och obligatorisk clearing av OTC-derivat, samt riskhanteringen i icke-clearade OTC-derivat, vissa riskhanteringskrav för CCP:erna som genomför clearing. Artikeln redogör för och diskuterar regleringen och ifrågasätter vad som har uppnåtts genom EMIR.

I. INLEDNING

G20-ledarna enades 2009 om att alla standardiserade OTC-derivat (d v s derivat som inte ”handlas” på organiserade marknader) från slutet av 2012 skulle ”clearas” via en ”central motpart” (*central counterparty*, ”**CCP**”) och att OTC-derivat skulle inrapporteras till transaktionsregister. Inom EU har resultatet blivit EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (”**EMIR**”),² tillsammans med flera anslutande delegerade rättsakter antagna av kommissionen och olika sorters vägledningsdokument från den Europeiska värdepappersmarknadsmyndigheten (”**Esm**a”). I sin egenskap av förordning gäller EMIR omedelbart i Sverige men kompletteras av lagen (2013:287) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (”**EMIR-L**”) och vissa andra kompletterande lagändringar.³ EMIR och EMIR-L gäller med full effekt från den 1 augusti 2014. På det numera vanliga sättet kompletteras EMIR av olika **tekniska standarder** som förbereds av Esm a men antas i bindande form av kommissionen; kommissionen har bl a antagit den delegerade förordningen (EU) nr 153/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 med

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

² Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

³ Se prop 2013/14:111.

avseende på tekniska **tillsyns**standarder för krav på centrala motparter ("DelF") (även standarder för **genomförande** kan antas men har inte antagits avseende EMIR). Esma kan också anta egna, i vissa avseenden bindande, riktlinjer och rekommendationer och publicerar även löpande *Questions & Answers* ("Q&As").⁴

I tidigare artiklar har jag behandlat rapporteringsskyldigheten och transaktionsregistren⁵, clearingkravet⁶ och riskhanteringen i icke-clearade OTC-derivat⁷ enligt EMIR. Slutsatserna i de tidigare artiklarna har varit att det råder icke obetydlig oklarhet kring centrala begrepp, vilket påverkar rättssäkerheten negativt; de standardiserade derivat som omfattas av clearingkraven till stor del redan clearas genom marknadens egna åtgärder; och att de icke-clearade derivaten sedan länge omfattas av ett omfattande avtalsrättsligt system för riskhantering (inklusive säkerställanden), som delvis kodifieras genom EMIR och dess följdlagstiftning, delvis även påverkas negativt av vissa oklart motiverade ställningstaganden i lagstiftningen. I den här artikeln ska jag redogöra för och diskutera den reglering av **riskhanteringen i CCP:er** som framgår av EMIR. I detta avseende kommer det att framgå att tvångsclearingen leder till riskkoncentration i CCP:erna och att regleringen av riskhanteringen i CCP:erna till övervägande del kodifierar redan tidigare existerande lösningar, men att den tvångsvisa ömsesidigheten i systemet för riskabsorption återbördar residualriskerna till det finansiella systemet.

Som bakgrund ska erinras om att derivaten⁸ ofta(st) medför långvariga ömsesidiga exponeringar mellan parterna. Marknadsvärdet av derivatpositionerna kan naturligtvis fluktuera, men detta översätts operativt alltid till en kreditrisk som den ena parten har avseende den andra, d v s det är alltid i någon mån **ovisst** huruvida parterna kommer att kunna fullgöra sina betalnings-skyldigheter enligt derivatkontraktet.⁹ Clearingen av derivat skiljer sig därför väsentligen från clearingen av överlåtbara värdepapper som, även om den inte är helt momentan, ändå sker betydligt snabbare – CCP:s exponering upphör

4 Denna lagstiftningsprocess behandlas i D Hanqvist, *Lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder – en kommentar* (2016) kommentaren till 15 kap 1 §; Esma:s roll, organisation och procedurer diskuteras i kommentaren till 13 kap 1 § första stycket.

5 Se D Hanqvist, "Obligatorisk fullständig rapportering av derivattransaktioner", JP 1/2014 s 77 (2014a).

6 Se D Hanqvist, "Obligatorisk clearing av OTC-derivat genom centrala motparter", JP 2/2014 s 381 (2014b).

7 Se D Hanqvist, "Hanteringen av kreditrisker i icke-clearade OTC-derivat", JP 1/2015 s 71.

8 Svårigheten för lagstiftarna att konceptuellt ange vad som utgör ett "derivat" diskuteras i Hanqvist (2014a) s 78 ff.

9 Se Hanqvist (2014b) s 382 och 394 f.

när instrumentet har levererats till köparen och betalningen har erlagts till säljaren vid clearingcykelns slut, vilket i denna clearing vanligen endast handlar om ett par dagar.¹⁰

Ibland sägs att det finansiella systemet erbjuder möjligheter att **minska** risker.¹¹ Riskminskningen skulle ske genom **riskspredning** och **riskpooling**.¹² Detta är endast sant i mycket begränsad mening. **En enskild aktörs** olika risker kan minska på så sätt att en viss risk – t ex marknadsrisk eller kreditrisk – byts mot en annan risk, t ex en lägre kreditrisk på en borgensman eller marknadsrisk på tillgångar som ställs som säkerhet. I Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 ("**CRR**") kallas detta för "substitutionsmetoden".¹³ En sådan risksubstitution flyttar risken **ur den enskilde aktörens** perspektiv; i princip förändras dock inte den totala risken i realekonomin. Om den risk en aktör vill bli av med är risken för att en större kund inte kan betala sina räkningar på g a betalningssvårigheter, förändras varken sannolikheten för att detta inträffar eller storleken på kundens skulder. Här handlar det om **riskspredning**. Riskspredning kan ha en, sett till hela ekonomin, riskreducerande effekt i så måtto att den kan bidra till att **reducera koncentrationsrisker**.¹⁴ Å andra sidan kan riskspredning också bidra till **riskkoncentration**, nämligen om flera aktörer för över sina risker till ett begränsat antal "riskköpare". I detta avseende är det viktigt att förstå hur risker omfördelas, genom bl a det finansiella systemet, utan att riskerna totalt sett därmed minskar. Den senaste finanskrisen visar att man från myndighetshåll i många fall inte haft en klar insikt om detta förhållande.¹⁵

Överflyttningen av kreditrisken som de ursprungliga parterna i ett derivatkontrakt har på varandra till en CCP som fungerar som säljare till köparen och som köpare till säljaren skapar emellertid en utmaning, eftersom den i derivaten inneboende kreditrisken inte försvinner genom clearing – istället **flyttas den bara** från förhållandet mellan de ursprungliga parterna till förhållandet mellan respektive part och CCP:n. Riskerna i derivaten **koncentreras** till

10 Se Hanqvist (2014b) s 394 f.

11 Så t ex i SOU 2013:6 s 62.

12 Se SOU 2000:11 s 221 och 223 f.

13 Se art 403 CRR.

14 Se Advokatsamfundets remissvar R-2013/0379, 2013-05-30, Fi2013/329 s 5.

15 Se Advokatsamfundet (2013) s 5, J A Chan-Lau & L L Ong, "The Credit Risk Transfer Market and Stability Implications for U.K. Financial Institutions", *IMF Working Paper W/P/06/139* (2006) Financial Services Authority, Cross-Sector Risk Transfers (2002) och R Rebonato, *Plight of the Fortune Tellers* (2007) s xl f.

CCP:erna.¹⁶ I de fall det handlar om medlemsclearing – varigenom en finansiell mellanman (som t ex en bank) träder in som part till en av de ursprungliga parterna och CCP:n¹⁷ – kompliceras bilden av att Part A:s och Part B:s ursprungliga bilaterala avtal vid clearingens ersätts av fyra nya avtal: Part A och den clearingmedlem ("CM") som agerar för Part A ("CMA"); CMA och CCP:n; CCP:n och den CM som agerar för Part B ("CMB"); och CMB och Part B. EMIR kräver att icke-clearade derivat omfattas av olika säkerhetsarrangemang (inklusive ställande av säkerhet); förordningen föreskriver att motsvarande ska gälla för CCP:erna, vilket behandlas närmare i det följande.

2. TILLSTÅNDSKRAVET

Det finns flera olika sätt för staten – somliga mer ingripande än andra – att kontrollera i synnerhet näringsverksamhet som på olika sätt anses medföra risker vars förebyggande eller hantering anses vara ett allmänt intresse. På vissa områden förbjuds helt enkelt verksamheten; sedan medges specifika tillstånd som undantag från huvudregeln om förbud. Inom den svenska regleringen av finansiella företag finns det eller har det funnits fyra olika huvudtyper av myndighetsbeslut i detta avseende – här listade i fallande "intensitetsordning" vad gäller begränsningen av näringsfriheten – nämligen:

- (1) **tillstånd:** Tillstånd efter föregående prövning krävs för att verksamheten över huvud taget ska få bedrivas (t ex lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse för kreditinstitut; försäkringsrörelselagen (1982:713) för försäkringsbolag; lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden för värdepappersbolag).
- (2) **auktorisation:** Ett myndighetsbeslut krävs för att visa att företaget uppfyller vissa krav, vilket vanligen betyder att ett skyddat uttryck används för verksamhetsutövaren, men verksamheten kan bedrivas under annan beteckning utan föregående myndighetsbeslut (t ex Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2015/760 av den 29 april 2015 om europeiska långsiktiga investeringsfonder).
- (3) **registrering:** Verksamheten får inte bedrivas med mindre verksamhetsutövaren har registrerats (t ex lagen (2004:299) om inlåningsverksamhet).

¹⁶ Se J-C Zerey (red), *Finanzderivate. Rechtshandbuch*, 4u (2016) § 33 Rnr 7 och J Gregory, *Central Counterparties* (2014) s 133 f.

¹⁷ Skillnaderna mellan "medlemsclearing" och "direktclearing" diskuteras i Hanqvist (2014b) s 396 f.

(4) **anmälan:** Verksamheten får inte bedrivas eller vissa åtgärder får inte vidtas med mindre tillsynsmyndigheten har meddelats (givits kännedom om) verksamheten eller åtgärden (t ex lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet).

Tillstånden delas ofta upp i två olika kategorier: politirättsliga preventiva¹⁸ **förbud med tillståndsförbehåll (kontrolltillstånd)** eller repressiva **förbud med möjlighet till undantag (dispenser)**. I policyhänseende används kontrolltillstånd avseende verksamheter som i princip är socialt nyttiga och därför önskvärda, men som kan medföra faror som behöver kontrolleras. Systemet med verksamhetsförbud och tillståndsförfarande är inte avsett att i och för sig begränsa eller förhindra den tillståndspliktiga verksamheten – verksamheten är ju i princip önskvärd – utan istället att på ett verksamt sätt säkerställa den avsedda kontrollen. Typexempel på detta slags tillstånd är just sådana verksamhetstillstånd som förekommer avseende t ex banker och andra kreditinstitut, värdepappersbolag, försäkringsbolag och CCP:er. Dispensförfaranden, däremot, gäller verksamheter som principiellt är socialt icke önskvärda men som ändå, för att undvika något som är ännu mindre önskvärd, under vissa närmare kontrollerade förhållanden måste tolereras. Typexempel på dispenser är rätten att släppa ut miljöfarliga substanser i naturen. Kontrolltillstånden kan alltså sägas möjliggöra viss verksamhet medan dispenserna endast medför en villkorad tolerans.¹⁹ Kontrolltillstånden utgör visserligen **formellt** gynnande förvaltningsbeslut men **materiellt** återställer det beviljade tillståndet den allmänna frihet som tillfälligt har begränsats av det interimistiska förbudet. **Formellt** är avslaget ett avslag av ett gynnande beslut, men **materiellt** innebär det ett ingrepp i näringsfriheten.²⁰

För CCP:er föreskriver EMIR **kontrolltillstånd**. Tillståndskravet utgör så den första försvarslinjen vad gäller CCP:ernas riskhantering. För att få tillstånd ska CCP:n ha ständig tillgång till ett startkapital på minst 7,5 miljoner EUR och dess kapital – inklusive balanserade vinstmedel och reserver – ska i övrigt stå i proportion till den risk som är kopplad till dess verksamhet. Kapitalet ska alltid vara tillräckligt för att vid behov och inom rimlig tid kunna säkerställa en ordnad avveckling eller omstrukturering av verksamheten och

18 Den preventiva politirätten diskuteras relativt utförligt i Hanqvist (2016) kommentarerna till 13 kap 1 § och 14 kap 1 §.

19 Se M Schröder, *Genehmigungsverwaltungsrecht* (2016) s 2 ff och J Broscheit, *Rechtswirkungen von Genehmigungsfiktionen im Öffentlichen Recht* (2016) s 17 f.

20 Se H Maurer, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 18 u (2011) § 9 Rnr 52.

erbjuda CCP:n tillräckligt skydd mot kreditrisker (inklusive ”motpartsrisker”),²¹ marknadsrisker, operativa risker, rättsliga risker och affärsrisker som inte redan täcks av vissa särskilda finansiella resurser.²²

3. ORGANISATIONEN FÖR RISKHANTERING

Kommissionen har antagit särskilda regler om CCP:ernas riskhantering och interna kontrollmekanismer. Som framgår av redogörelsen nedan är reglerna i helt centrala delar mycket vaga och utgör i hög grad variationer på temat ”gör rätt (vad det nu än är)”.

Under rubriken ”Organisationsstyrning” behandlas i DelF vissa centrala aspekter av styrningen av CCP:er. Artikel 3.1 DelF inleds med ett stycke på svårgenomtränglig och mycket icke-idiomatisk svenska:

”Huvuddragen i den centrala motpartens organisationsstyrning som avgör dess organisationsstruktur, samt klart angiven och väl dokumenterad politik, förfaranden och processer som ska följas av styrelsen och den högsta ledningen, ska innehålla följande: [...]”

Den engelskspråkiga versionen lyder:

“The key components of the governance arrangements of the CCP that define its organisational structure as well as clearly specified and well-documented policies, procedures and processes by which its board and senior management operate shall include the following: [...]”

På grundval av den engelska texten skulle en mer normalsvensk version kunna lyda: CCP:er ska ha policys som anger de huvudsakliga beståndsdelarna i CCP:ens arrangemang för bolagsstyrning, vilka ska ange den organisatoriska strukturen; klart specificerade och väldokumenterade policys, rutiner och processer genom vilka styrelsen och företagsledningen verkar. Sådana policys ska vidare innehålla följande: (a) styrelsens och eventuella styrelsekommittéers sammansättning, funktion och skyldigheter; (b) ”ledningens” roll och skyldigheter; (c) den ”högsta” ledningens struktur; (d) rapporteringsvägar mellan

21 I sak är ”kreditrisker” och ”motpartsrisker” det samma, men båda termerna används i olika delar av CRR. Den senare termen används vanligen avseende kreditrisker i det sk handelslagret (som i princip består av finansiella positioner som ett institut innehar i avsikt att överföra till kunder eller andra motparter). I EMIR används termen ”motpartskreditrisk” (se art 2(11)). Någon kreditrisk som inte samtidigt är en motpartsrisk finns emellertid inte.

22 Se art 16.1–2 EMIR.

den högsta ledningen och styrelsen; (e) förfaranden vid utnämning av styrelseledamöter och den högsta ledningen; (f) utformningen av riskhantering, funktionen för regelefterlevnad och interna kontrollfunktioner; och (g) processer för att säkerställa ansvarighet i förhållande till berörda parter.

Riktlinjer, förfaranden, system och kontroller när det gäller riskhantering ska ingå i ett sammanhållet och konsekvent regelverk för organisationsstyrning som regelbundet ska granskas och uppdateras.²³ För svenska förhållanden är det inte klart vari skillnaden mellan ”ledningen” och ”högsta” ledningen skulle bestå, eller om något annat än aktiebolagslagen och bolagsordningen på sedvanligt sätt avses vad gäller aktieägarnas val av styrelse. Det är heller inte klart vad som avses med att ”säkerställa ansvarighet” eller vilka de ”berörda parterna” är. Det framgår t ex inte huruvida med ”ansvarighet” avses skadeståndsansvar i förhållande till tredje man eller om det endast är det interna arbetsrättsliga disciplinansvaret som avses. ”Parter” torde syfta på dem som tidigare har angivits i katalogen, men det framgår inte uttryckligen huruvida så är fallet.

CCP:er ska fastställa en tydlig, konsekvent och väl dokumenterad **ansvarsfördelning**. De ska se till att olika personer fungerar som **riskhanteringschef**, **chef för regelefterlevnad** (”CCO”) och **teknisk chef**, att de är **anställda** hos CCP:en och att de har ”eget ansvar” för funktionen.²⁴ CCP:er ska ha tillräckliga personalresurser för att kunna fullgöra alla skyldigheter som följer av Delf och EMIR.²⁵ CCP:er får inte dela personalresurser med andra koncernenheter, såvida det inte sker enligt villkoren för ”utkontraktering”. Den kommersiella förvaltningsrätten – inte endast på det finansiella området – föreskriver ibland att de politirättsliga²⁶ kraven på ett eller annat sätt kan eller ska anförtros eller övervakas av en särskilt angiven fysisk person. I t ex personuppgiftslagen (1998:204) föreskrivs att den personuppgiftsansvarige (vanligen ett företag) kan utse ett personuppgiftsombud. Ombudet är enligt 3 § en fysisk person som, efter förordnande av den personuppgiftsansvarige, självständigt skall se till att personuppgifter behandlas på ett korrekt och lagligt sätt. Vad gäller åtgärder för att förebygga penningtvätt och terroristfinansiering har 2015 års penningtvättsutredning – i enlighet med unionsrättens krav – föreslagit, om det är motiverat med hänsyn till verksamhetsutövarens storlek och natur, dels att en styrelseledamot ska pekats ut som ansvarig för att kontrollera att styrelsens beslut om åtgärder enligt penningtvättsregleringen genomförs, dels att en

23 Se art 3.6 Delf.

24 Se art 3.3 Delf.

25 Se art 3.2 Delf.

26 ”Politirätten” diskuteras i Hanqvist (2016) kommentarerna till 13 kap I § och 14 kap I §.

person på ledningsnivå ska utses till centralt funktionsansvarig.²⁷ Till skillnad från vad som annars är vanligt i EU:s finansiella reglering anges dock i Delf att det ska finnas **vissa angivna chefspositioner**. Det är dock inte klart vari deras ”ansvar” ska bestå eller vilka arbetsuppgifter som ska förbehållas dessa personer.

Obiter dictum uttalade den tyska *Bundesgerichtshof* i ett fall från 2009²⁸ att CCO intar en ”garantställning” i företaget som kan medföra personligt straffrättsligt ansvar. Domstolen hade bibringat sig uppfattningen att CCO:s uppgift vore att **förhindra** brott mot tillämpliga rättsregler. Detta uttalande har utlöst en mindre storm i litteraturen. På goda grunder har domstolens uttalande utsatts för mycket hård kritik.²⁹ Det har förnekats att CCO har en sådan garantställning – och som framgår av redogörelsen ovan följer en sådan ställning inte av de här aktuella unionsrättsliga reglerna: CCO – liksom i övrigt complianceorganisationen – är rådgivande och stödjande.³⁰ CCO saknar regelmässigt maktmedel att i verkligheten förhindra regelbrott – vad hen kan göra är att påtala brister för ledningen, men det är alltså ledningen som ansvarar för att erforderliga åtgärder vidtas. För svensk rätts del torde straffrättsligt ansvar för CCO vara uteslutet. Vad gäller det civilrättsliga ansvaret torde frågan till stor del behöva besvaras utifrån omfattningen av principalansvaret.³¹ För CCO, personuppgiftsombudet och den centralt funktionsansvarige vad gäller bekämpandet av penningtvätt och terroristfinansiering – som alla typiskt sett är anställda, antingen direkt av företaget eller av ett konsultföretag – torde gälla att principalansvaret gäller enligt vanliga arbets- och skadeståndsrättsliga principer. För styrelseledamöter torde emellertid ABL:s regler om skadestånd vara relevanta, utöver allmänna skadeståndsrättsliga principer.

Compliance-avdelningens och CCO:s uppdrag är att medverka till att skydda företaget mot att regelbrott begås, i synnerhet regelbrott som kan få för företaget allvarliga konsekvenser. CCO svarar inför företagsledningen för sitt agerande inom sitt uppdrag som CCO och är – i sin egenskap av anställd – underkastad vanlig arbetsrättslig lydnadsplikt.³² CCO har inte organställning i bolaget. I detta avseende kan möjligen det ovan redovisade förslaget rörande en centralt funktionsansvarig avseende arbetet mot penningtvätt och terrorist-

27 Se SOU 2016:8 s 335 f respektive 336 ff.

28 BGH, NJW 2009, 3173.

29 Den tyska debatten sammanfattas i N F.V. Groß, *Chief Compliance Officer* (2012) s 169 ff.

30 Se diskussionen i Hanqvist (2016), kommentaren till 8 kap 2 §.

31 Se 3 kap 1 § skadeståndslagen (1972:207).

32 Se H-D Assmann & U H Schneider (red), *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, 6u (2012) § 33 Rnr 30.

finansiering innebära ett nytt anslag. Ska en anställd emellertid genom lagstiftningen beläggas med en sådan intressekonflikt krävs omfattande och mycket tydlig lagstiftning som skyddar de aktuella personerna på olika sätt, t ex mot skadeståndsanspråk, inkomstbortfall osv, liksom dessa personer måste ges maktmedel – som är oberoende av deras anställningsavtal – som står i rimlig relation till ansvaret. En sådan ”intern polis” torde emellertid ha svårt att på allvar fungera i organisationen eftersom det vore svårt för en sådan utomstående att vinna organisationens förtroende. Och utan det förtroendet kan ett verksamt arbete knappast bedrivas under någon längre tid.

CCP:er som ingår i en koncern ska ta hänsyn till koncernens eventuella påverkan på dess organisationsstyrning, ”till exempel” om den är tillräckligt oberoende för att kunna fullgöra sina lagstadgade skyldigheter som en separat juridisk person, och om dess oberoende kan äventyras av koncernstrukturen eller av att styrelseledamöter även sitter i styrelsen för andra enheter inom samma koncern. Sådana CCP:er ska framför allt överväga att införa särskilda förfaranden för att förhindra och hantera intressekonflikter, t ex i samband med utkontraktering.³³ Det är oklart vad kommissionen har tänkt sig att en CCP som är dotterbolag i en koncern ska göra. Styrelsen kontrolleras av ägaren, enligt normala associationsrättsliga principer. Åtminstone i Sverige kompliceras frågan av att Finansinspektionen anser att bolag under tillsyn i en koncern ska vara i hög grad självständiga i förhållande till sitt moderbolag men att ägaren **samtidigt** ska ingripa genom att gå vid sidan av styrelsen i dotterbolagen om styrelsen (enligt ägarens uppfattning, får det antas) gör fel.³⁴

De krav som ställs på CCP:erna är omfattande men uttrycks ofta med vaga termer, svepande formuleringar och icke uttömmande exemplifieringar. Alla CCP:er ska ha ett ”sunt” system för att hantera alla ”väsentliga” risker som de är eller kan bli exponerade mot. De ska fastställa dokumenterade riktlinjer, förfaranden och system för att kartlägga, mäta, övervaka och hantera sådana risker. När CCP:er fastställer riktlinjer, förfaranden och system för riskhantering, ska de utformas så att CM:arna hanterar och begränsar de risker som dessa institut utgör för CCP:erna på ”rätt sätt”. CCP:er ska ha en ”samlad och heltäckande syn” på alla ”relevanta” risker. Det handlar om risker som CM:arna utsätter CCP:erna för och vice versa, i möjligaste mån även de risker kunder och andra enheter utgör respektive utsätts för,

33 Se art 3.4.

34 Se Hanqvist (2016) kommentaren till 3 kap 3 § första stycket.

till exempel CCP:er med vilka det finns en samverkansöverenskommelse³⁵, värdepappersavvecklings- och betalningssystem, avvecklingsbanker, likviditetsförsörjare, värdepapperscentraler, handelsplatser som används av CCP:n och andra kritiska tjänsteleverantörer. CCP:er ska utveckla ”lämpliga” riskhanteringsverktyg för att kunna hantera och rapportera alla relevanta risker. Det handlar ”bl a” om att klarlägga och hantera beroenden mellan system, marknader och ”annat”. Tillhandahåller CCP:n tjänster med anknytning till clearing som har en annorlunda riskprofil och potentiellt utsätter den för betydande extra risker, ska den hantera dessa risker på ett adekvat sätt.³⁶

Organisationsstyrningen ska **garantera** att en CCP:s styrelse har det yttersta ansvaret och kan ställas till svars för hanteringen av CCP:ns risker. Styrelsen ska definiera, skatta och dokumentera CCP:ns lämpliga risktoleransnivå och risktålighet. Styrelsen och den högsta ledningen ska se till att CCP:ns riktlinjer, förfaranden och kontroller är förenliga med dess risktolerans och risktålighet och att de anger hur den ska klarlägga, rapportera, övervaka och hantera risker. CCP:er ska ha ”stabila” informations- och riskkontrollsystem så att de, och i förekommande fall deras CM:ar och i möjligaste mån även deras kunder, ”i god tid” kan få information och vidta lämpliga riskhanteringsåtgärder. Systemen ska åtminstone säkerställa kontinuerlig övervakning av CCP:ns och CM:arnas kredit- och likviditetsexponeringar.³⁷ Varken ”**risktolerans**” eller ”**risktålighet**” definieras i EMIR eller Delf. I andra språkversioner anges *risk tolerance* respektive *risk bearing capacity* (engelska); *Risikotoleranzschwelle* respektive *Risikouibernahmekapazität* (tyska); och *tolérance au risque* respektive *capacité à assumer des risques* (franska). I t ex kapitaltäckningshänseende avses med ”risktolerans” på motsvarande sätt ett ”subjektivt” mått på den risk som organisationens ledning har beslutat att organisationen har att rätta sig efter (se art 86.2 CRD IV och art 435.1(f) CRR; se också beträffande förvaltningen av alternativa investeringsfonder art 52(d) kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn). Någon motsvarande reglering ges i det avseendet inte beträffande ”risktålighet”. En möjlig tolkning är att ”risktolerans” avser den avsiktliga kommersiellt betingande risknivå som ledningen är beredd att acceptera, medan ”risktålighet” avser risker som CCP:n objektivt kan absorbera utan att hamna på obestånd.

35 Avtal om samverkan (interoperabilitet) mellan CCP:er diskuteras i Gregory (2014) avsnitt 8.5.

36 Se art 4.1–3 Delf.

37 Se art 4.4–5 Delf.

”Lämplighets”-rekvisitet i Delf skulle med denna tolkning endast hänföra sig till risktoleransen men inte till risktåligheten.

CCP:er ska se till att riskhanteringsfunktionen har nödvändiga befogenheter, resurser, sakkunskap och tillgång till all nödvändig information och att den är tillräckligt oberoende i förhållande till övriga funktioner. CCP:ns **riskhanteringschef** ska ”genomföra” riskhanteringsystemet, inbegripet de riktlinjer och förfaranden som styrelsen har fastställt. CCP:er ska ha adekvata interna kontrollmekanismer som hjälper styrelsen att kontrollera och bedöma om dess riktlinjer, förfaranden och system för riskhantering är tillräckliga och verksamma.³⁸

4. MEDLEMSCLEARING

Särskilda regler gäller avseende CCP:er som använder sig av **medlemsclearing**. En CCP ska fastställa kategorier, vid behov per clearad produkttyp, av godtagbara CM:ar och tillträdeskrav efter samråd med CCP:ns riskkommitté. Sådana kriterier ska – av konkurrensskäl – vara icke-diskriminerande, transparenta och objektiva, så att rättvist och öppet tillträde till CCP:n säkerställs, och de ska säkerställa att CM:arna har tillräckliga ekonomiska medel och operativ förmåga för att fullgöra skyldigheterna som följer av deltagande i CCP:n. Kriterier för att begränsa tillträdet ska endast tillåtas om syftet är att kontrollera riskerna för CCP:n. CCP:n ska löpande se till att kraven efterlevs och ska i god tid få tillgång till de uppgifter som är relevanta för en sådan bedömning.³⁹ Medlemskriterierna kan ses som ett första sätt att hantera kreditriskerna i clearing,⁴⁰ d v s så länge CCP:n respektive Part A och Part B löper kreditrisken på CM:en. Som kommer att framgå nedan är detta emellertid inte alltid fallet; och uppmuntras inte heller av EMIR:s reglering. CCP:n ska minst årligen göra en omfattande genomgång av huruvida dess CM:ar följer EMIR:s regler. CM:ar som clearar transaktioner för sina kunders räkning ska ha de extra finansiella medel och den extra operativa förmåga som krävs för denna verksamhet. CCP:ns regler för CM:arna ska göra det möjligt att samla in grundläggande information för att identifiera, övervaka och hantera relevanta riskkoncentrationer i samband med tillhandahållandet av tjänster till kunderna. På begäran ska CM:ar informera CCP:n om de kriterier och förfaranden de tillämpar för kundernas tillgång till CCP:ns tjänster. Ansvar för att säkerställa att kunderna iakttar sina förpliktelser ska ligga kvar hos CM:arna. CCP:n ska ha objektiva och transparenta förfaranden för avstängning och utträde under ordnade former för CM:ar som inte längre uppfyller de angivna

38 Se art 4.6–7 Delf.

39 Se art 37 EMIR.

40 Se M Roussille, *La compensation multilatérale* (2006) No 561.

kriterierna. En CCP får bara neka CM:ar som uppfyller kriterierna tillträde om detta vederbörligen motiveras skriftligt och är grundat på en omfattande riskanalys. CCP:n får ställa ytterligare, särskilda krav på CM:ar, exempelvis att delta i utauktionering av en position som tillhör en CM på obestånd. Sådana ytterligare krav ska vara proportionerliga mot den risk CM:n utgör och får inte begränsa deltagandet till vissa kategorier av CM:ar.⁴¹

En CCP och dess CM:ar ska offentliggöra priser och avgifter för de tjänster som tillhandahålls. Priser och avgifter för varje tjänst som tillhandahålls ska offentliggöras separat, inklusive avdrag och rabatter och villkoren för att åtnjuta dessa. CCP:n ska erbjuda sina CM:ar, och i förekommande fall dess kunder, separat tillgång till de specifika tjänster som erbjuds. CCP:n ska separat redovisa kostnader och intäkter för tjänsterna och lämna ut denna information till den behöriga myndigheten (i Sverige, Finansinspektionen). CCP:n ska underätta CM:ar och kunder om de risker som de tjänster som tillhandahålls är förenade med. CCP:n ska till sina CM:ar och behöriga myndigheter rapportera den prisinformation som den använt för att beräkna sina exponeringar vid dagens slut mot sina CM:ar. CCP:n ska offentliggöra clearade transaktionsvolymerna per klass av instrument som clearats av CCP:n i aggregerad form. CCP:n ska offentliggöra de operativa och tekniska kraven med avseende på kommunikationsprotokollen för de format för innehåll och meddelanden som den använder för att kommunicera med tredje parter, inklusive de operativa och tekniska krav som avses i artikel 7. CCP:n ska offentliggöra CM:ars eventuella överträdelser av CM-kriterierna samt de ovan angivna kraven, utom i de fall då den behöriga myndigheten, efter att ha hört Esmas, anser att offentliggörandet skulle utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten eller förtroendet för marknaden eller skapa allvarlig oro på finansmarknaderna eller orsaka de berörda parterna oproportionerlig skada.⁴²

En CCP ska ha separata register och separat bokföring som gör att man när som helst och utan dröjsmål på CCP:ns konton klart och tydligt kan separera tillgångar och positioner som innehas för en CM:s räkning från tillgångar och positioner som innehas för en annan CM:s räkning och från CCP:ns egna tillgångar. CCP:n ska erbjuda sig att ha separata register och separat bokföring som gör att varje CM på konton hos denna motpart klart och tydligt kan separera CM:s tillgångar och positioner från tillgångar och positioner som innehas för CM:s kunders räkning (**separering av kunders samlingskonton**). CCP:n ska erbjuda sig att ha separata register och separat bokföring som gör att varje CM på konton hos CCP:n klart och tydligt kan separera en kunds

41 Se art 37 EMIR.

42 Se art 38 EMIR.

tillgångar och positioner från dem som innehas för andra kunders räkning (**enskild kundseparering**). CCP:n ska på begäran kunna erbjuda CM:arna möjligheten att öppna fler konton i eget namn för sina kunders räkning. En CM ska ha separata register och separat bokföring som gör att CM:en, både i de konton som innehas hos CCP:n och i sina egna konton, kan separera sina tillgångar och positioner från de tillgångar och positioner som innehas för CM:s kunders räkning hos CCP:n.⁴³ Separationsreglerna står i samband med de särskilda reglerna i CRR som, vid korrekt separering – och i princip möjligheten att flytta positioner och säkerheter till en annan CM (s k *porting*)⁴⁴ –, medger att institut som omfattas av CRR får räkna 2 % eller 4 % riskvikt avseende clearade derivatpositioner.⁴⁵

CCP:er ska spara uppgifter om varje CM:s positioner. Separata uppgifter ska sparas för varje konto och CCP:erna ska se till att uppgifterna innehåller all information som behövs för att göra en uttömmande och korrekt rekonstruktion av de transaktioner som ledde till positionen och att uppgifterna om varje enskild transaktion är unikt identifierbara och sökbara, åtminstone i alla fält som rör CCP:n, CCP:er med vilka det finns en samverkansöverenskommelse, CM:ar, kunder (om de är kända för CCP:n) samt finansiella instrument. CCP:er ska vid varje bankdags slut dokumentera varje position genom att registrera följande uppgifter, i den mån de är tillämpliga på positionen i fråga: (a) uppgift om CM:en, kunden (om denne är känd för CCP:n) och, i förekommande fall, om CCP med vilken det finns en samverkansöverenskommelse; (b) tecken (+ eller -) för positionen; och (c) daglig beräkning av positionens värde med uppgift om de priser till vilka kontrakten värderas, samt övrig relevant information.⁴⁶ CCP:er ska spara och uppdatera uppgifter om beloppen för marginalsäkerheter, bidrag till obeståndsfonder och de andra finansiella medel som krävs av CCP:n, och motsvarande belopp som CM:en faktiskt bokför vid dagens slut och förändringar av detta belopp som kan ske över dagen, per CM och kund (om denna är känd för CCP:n).⁴⁷

En CM ska åtminstone erbjuda sina kunder möjligheten att välja mellan separering av kunders samlingskonton och enskild kundseparering och informera kunderna om kostnaderna och skydds nivå för varje alternativ. Kunden ska skriftligen bekräfta sitt val. Om en kund väljer enskild kundseparering ska eventuellt överskjutande marginal utöver krav som riktas mot

43 Se art 39.1–4 EMIR.

44 *Porting* diskuteras i Gregory (2014) s 213 ff.

45 Se art 303 ff CRR.

46 Se art 14.1–2 Delf.

47 Se art 14.3 Delf.

kunden även ställas till CCP:n och separeras från andra kunders eller CM:ars marginaler, och ska inte exponeras för förluster kopplade till positioner som redovisats på ett annat konto. CCP:n och CM:ar ska offentliggöra skyddsnivåerna och kostnaderna för de olika separeringsnivåer som de tillhandahåller och erbjuda dessa tjänster på skäliga affärsmässiga villkor. Närmare uppgifter om de olika separeringsnivåerna ska inbegripa en beskrivning av de viktigaste rättsliga konsekvenserna av de olika separeringsnivåer som erbjuds, inbegripet information om de berörda jurisdiktionernas tillämpliga insolvenslagstiftning.⁴⁸

5. SÄKERHETER OCH BUFFERTAR

5.1 ALLMÄNNA RISKHANTERINGSPRINCIPER

CCP:erna ska regelbundet se över sina modeller och parametrar för att beräkna säkerhetskrav, bidrag till obeståndsfonden, och andra mekanismer för riskkontroll. De ska utsätta modellerna för rigorösa och återkommande stress-tester för att bedöma motståndskraften vid extrema men samtidigt möjliga marknadsförhållanden, och ska genomföra utfallstester för bedömning av metodens tillförlitlighet. CCP:erna ska erhålla en oberoende validering, underrätta sin behöriga myndighet och Esma om de genomförda testernas resultat och ska få dess validering, innan någon betydande förändring av modellerna eller parametrarna genomförs. Tillsynskollegiet⁴⁹ ska yttra sig om modellerna och parametrarna och alla betydande ändringar av dem. Esma ska se till att informationen om testresultaten vidarebefordras till de europeiska tillsynsmyndigheterna, så att dessa kan bedöma finansiella företags exponering mot CCP:ernas obestånd. CCP:erna ska regelbundet testa de ”viktigaste komponenterna” i sina förfaranden för obestånd (vilka dessa är anges inte i förordningarna) och vidta alla rimliga åtgärder för att se till att samtliga CM:ar förstår dem och har etablerat lämpliga förfaranden för att agera vid obestånd. CCP:erna ska offentliggöra nyckeluppgifter om riskhanteringsmodellen och de antaganden som ligger till grund för stresstesterna.⁵⁰

För transaktionsavvecklingen ska CCP:erna använda centralbanksmedel, om detta är praktiskt genomförbart och sådana är tillgängliga. Annars ska åtgärder vidtas för att strikt begränsa kontantavvecklingsrisker. CCP:erna ska klart ange sina skyldigheter i fråga om leveranser av finansiella instrument, inklusive om de är skyldiga att leverera eller ta emot finansiella instrument eller om de ersätter parter vid förluster i samband med leverans. Är CCP:erna skyldiga att leverera

48 Se art 39.5–7 EMIR.

49 Se art 19 EMIR.

50 Se art 49 EMIR.

eller ta emot finansiella instrument, ska de i möjligaste mån eliminera den huvudsakliga risken genom att använda system för leverans mot betalning.⁵¹

CCP:erna ska ha ”nyttjanderätt” knuten till de marginalsäkerheter (se vidare avsnitt 5.2) eller bidrag till obeståndsfonden (se vidare avsnitt 5.3) som samlas in via ett **avtal om finansiell säkerhet** ”i den mening som avses i artikel 2.1(c) i Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/47/EG av den 6 juni 2002 om ställande av finansiell säkerhet”, förutsatt att användningen av dessa arrangemang föreskrivs i dess verksamhetsbestämmelser. CM:n ska skriftligen bekräfta sitt godtagande av verksamhetsbestämmelserna. CCP:n ska offentliggöra denna nyttjanderätt.⁵²

Kravet på tillgångs- och positionsseparering på CCP:ernas konton uppfylls om (a) tillgångar och positioner redovisas på separata konton; (b) nettning⁵³ av positioner som redovisas på olika konton förhindras; (c) de tillgångar som täcker positionerna som redovisas på ett konto inte exponeras för förluster kopplade till positioner som redovisats på ett annat. De tre kraven räknas upp i EMIR utan att det genom t ex ett ”och” eller ett ”eller” anges huruvida kraven är alternativa eller kumulativa. Emellertid kan antas att de är kumulativa: endast en ”formell” segregering enligt (a) räcker inte, utan kraven på ”materiell” segregering enligt (b) och (c) behöver vara uppfyllda för att en verklig riskseparation ska kunna uppnås.⁵⁴ ”Tillgångar” avser säkerhet som innehas för att täcka positioner, inklusive rätten till överföring av tillgångar som är likvärdiga med säkerheten, eller intäkterna från realiseringen av säkerheten, men däremot inte bidrag till obeståndsfonderna.⁵⁵

I den svenskspråkliga versionen av EMIR handlar artikel 40 ff om ”försiktighetskrav”. I den engelskspråkliga versionen betecknas detta *prudential requirements*. *Prudence* kan visserligen på svenska översättas som ”försiktighet”, men ”försiktighetskrav” är inte gängse term för *prudential requirements*. Istället handlar det här om olika slags kapitaltäckningsregler, d v s samma slags regler som i CRR. CCP:erna ska ”till en rimlig kostnad”: mäta och bedöma sin

51 Se art 50 EMIR.

52 Se art 39.8. De olika säkerhetsarrangemangen analyseras principiellt och specifikt avseende derivat utifrån svensk rätt i Hanqvist (2015) s 82 ff; se också G Millqvist, ”Något om säkerhetsöverlåtelse – särskilt i samband med central motpartsclearing”, *Festskrift till Ronney Hagelberg* (2016). Principerna för den icke-clearade derivathandeln avtal är i detta avseende de samma som för säkerställandet inom ramen för CCP-clearingen.

53 Nettning diskuteras i Hanqvist (2015) s 78 f. Även här gäller samma principer för clearad och icke-clearad derivathandel.

54 Segregering diskuteras i Gregory (2014) kap 11.

55 Se art 39.9–10 EMIR.

likviditet och kreditexponering mot varje CM och i tillämpliga fall mot annan CCP som den ingått samverkansöverenskommelse med, på nära realtidsbasis; och, för att verksamt kunna mäta sin exponering, ha snabb och icke-diskriminerande tillgång till relevanta prisuppgifter.⁵⁶

En CCP får endast **investera sina finansiella medel** i kontanter eller mycket likvida finansiella instrument med minimala marknads- och kreditrisker. CCP:ernas investeringar ska kunna realiseras snabbt och med minimala negativa prisseffekter. CCP:erna får inte beakta kapitalbelopp (inklusive balanserade vinstmedel och reserver) som inte har investerats på angivet sätt. De **finansiella instrument** som ställts som marginalsäkerheter eller utgör bidrag till obeståndsfonder ska, om sådana finns tillgängliga, ”deponeras” hos operatörer av avvecklingssystem för värdepapper som erbjuder fullständigt skydd av dessa finansiella instrument. Som alternativ får andra mycket säkra arrangemang med ”auktoriserade finansinstitut” användas. CCP:ns **kontantinsättningar** ska göras genom mycket säkra arrangemang med auktoriserade finansinstitut, eller genom centralbankers stående insättningsfaciliteter eller med andra jämförbara faciliteter som centralbanker ställer till förfogande.⁵⁷ Med ”kontantinsättningar” torde inte avses insättningar med hjälp av mynt och sedlar (kontanter) utan i första hand banköverföringar till bankkonton. När CCP:erna deponerar tillgångar och medel hos en tredje part ska CCP:erna se till att tillgångar som tillhör CM:arna kan identifieras separat från de tillgångar som tillhör CCP:erna och från tillgångar som tillhör den tredje parten, genom konton med olika benämningar i den tredje partens räkenskaper, eller genom andra likvärdiga åtgärder som ger samma skyddsnivå. CCP:erna ska vid behov snabbt kunna få tillgång till de finansiella instrumenten. CCP:erna får inte investera sitt kapital, eller medel kopplade till de krav som fastställs i artikel 41, 42, 43 eller 44, i sina egna eller sitt moder- eller dotterföretags värdepapper. Vid sina investeringsbeslut ska CCP:erna beakta sin totala kreditriskexponering mot enskilda gäldenärer och se till att deras totala kreditriskexponering mot varje enskild gäldenär håller sig inom ”rimliga gränser” vad gäller koncentration.⁵⁸ I Delf ges ytterligare bestämmelser avseende ”mycket likvida finansiella instrument”⁵⁹ och ”mycket säkra arrangemang för deponering av finansiella instrument”.⁶⁰

56 Se art 40 EMIR.

57 För dessa faciliteter hos Riksbanken, se D Hanqvist, ”RIX och det penningpolitiska styrsystemet”, JT 2005/06 s 966.

58 Se art 47 EMIR.

59 Se art 43 Delf.

60 Se art 44 Delf.

5.2 SÄKERHETER

CCP:erna ska, för att begränsa sin kreditexponering, tillämpa, kräva och inhämta **marginalsäkerheter**⁶¹ från sina CM:ar och i tillämpliga fall från de CCP:er som de har samverkansöverenskommelse med. Sådana säkerheter ska vara tillräckliga för att täcka eventuella exponeringar som CCP:erna beräknar skulle kunna föreligga tills motsvarande positioner avvecklats. De ska även vara tillräckliga för att över en ”lämplig tidshorisont” täcka förluster från minst 99 % av exponeringsrörelserna och ska trygga att CCP:erna åtminstone på dagsbasis från alla sina CM:ar har fullständiga säkerheter för alla exponeringar, och i tillämpliga fall från CCP:er med vilka de har samverkansöverenskommelser. CCP:erna ska regelbundet övervaka och vid behov se över nivån på marginalsäkerheterna, så att dessa återspeglar aktuella marknadsförhållanden, och därvid ”ta hänsyn till eventuella procykliska effekter av sådana översyner”. För fastställandet av marginalsäkerheterna ska CCP:erna tillämpa modeller och parametrar som inbegriper de clearade produkternas risk-egenskaper och som tar hänsyn till intervallet mellan indrivningar av marginalsäkerheter, marknadens likviditet och möjliga förändringar under transaktionens löptid. Modellerna och parametrarna ska godkännas av den behöriga myndigheten. CCP:erna ska kräva och inhämta marginalsäkerheter under loppet av dagen, åtminstone när i förväg fastställda tröskelvärden överskridits. Marginalsäkerheterna ska vara tillräckliga för att täcka den risk som härrör från de positioner som registrerats på varje konto med avseende på särskilda finansiella instrument. CCP:n får beräkna marginalsäkerheter med avseende på en portfölj med finansiella instrument, förutsatt att metoden är försiktig och stabil.⁶²

CCP:erna ska bedöma marginalsäkerheternas täckning genom att i efterhand jämföra observerade med förväntade utfall enligt säkerhetsmodellerna; sådana utfallstester ska göras dagligen. Täckningen ska utvärderas för aktuella positioner för finansiella instrument och CM:ar och ska beakta eventuella effekter av portföljmarginalsäkerheter, i förekommande fall även CCP:er med vilka det finns samverkansöverenskommelser.⁶³ Känslighetstester och känslighetsanalyser ska genomföras för att bedöma säkerhetsmodellernas täckning vid olika marknadsförhållanden med hjälp av historiska data från faktiska ansträngda marknadsförhållanden och hypotetiska data från teoretiska ansträngda marknadsförhållanden.⁶⁴ I stresstesterna ska stressparametrar, antaganden och scenarier tillämpas på de modeller som används för att skatta riskexponeringar, i syfte att säkerställa tillräckliga finansiella medel för att täcka

61 Marginalsäkerheter diskuteras i Hanqvist (2015).

62 Se art 41 EMIR. Riskberäkningar på portföljbasis diskuteras i Gregory (2014) s 157 f.

63 Se art 49 Delf.

64 Se art 50 Delf.

exponeringarna vid extrema men möjliga marknadsförhållanden.⁶⁵ CCP:erna ska ha en ”lämplig” fastställd metod för att mäta relevanta riskfaktorer som är specifika för de kontrakt de clearar och som kan påverka deras förluster. Testerna ska åtminstone ta hänsyn till riskfaktorer som i förekommande fall har specificerats för de typer av finansiella instrument som anges i Delf.⁶⁶

CCP:erna ska beräkna **initialsäkerheter** för att täcka exponeringar som uppstår till följd av marknadsutvecklingen och för varje finansiellt instrument som säkerhet ställs för på produktbasis, under en viss tidsperiod (beräknad efter särskilda regler)⁶⁷ och för en viss tidsperiod för likvidering av positionen (likaledes efter särskilda regler)⁶⁸. Vid beräkningen av initialsäkerheter ska CCP:erna åtminstone rätta sig efter följande konfidensintervall⁶⁹: (i) 99,5 % för OTC-derivat respektive (ii) 99 % för andra finansiella instrument än OTC-derivat. För att fastställa lämpliga konfidensintervall för varje klass av finansiella instrument som de clearar, ska CCP:erna åtminstone ta hänsyn till följande faktorer: (a) komplexitet och grad av prisosäkerhet för klassen av finansiella instrument som kan begränsa valideringen av beräkningen av initial- och variationssäkerheter; (b) riskegenskaperna för klassen av finansiella instrument som kan omfatta volatilitet, duration, likviditet, icke-linjära prisegenskaper, plötsliga obestånd (*jump to default*) och korrelationsrisk; (c) i vilken grad andra riskkontroller inte på ett adekvat sätt begränsar kreditexponeringarna; och (d) den inneboende hävstången i klassen av finansiella

65 Se art 51 Delf.

66 Se art 52 Delf.

67 Se art 25 Delf.

68 Se art 26 Delf.

69 Med ”konfidensintervall” menas vanligen inom matematisk statistik en skattning av osäkerheten associerad med populationsparametrar som har tagits fram med hjälp av stickprovsdata. Konfidensintervallet bestäms godtyckligt i förväg av användaren för en given konfidensgrad. För att förstå innebörden av det som konfidensintervallet anger, kan en population för vilken man vill skatta någon förbestämd parameter utifrån stickprovsdata tas som utgångspunkt. Konfidensintervallet är då det intervall som kommer att innesluta populationsparametern för den andel av samplingarna som bestäms av konfidensgraden. Är t ex konfidensgraden 95 % kommer konfidensintervallet innesluta populationsparametern 95 % av samplingarna. Ett ensidigt konfidensintervall kommer att begränsa populationsparametern från ett håll, antingen ovanifrån eller underifrån. Detta erbjuder alltså antingen en övre eller undre begränsning för populationsparameterns magnitud. Ett tvåsidigt konfidensintervall innesluter populationsparametern både ovanifrån och underifrån. En av de mest uppenbara svårigheterna med konfidensintervall ligger i hur det som konfidensuttalandet säger ska tolkas. Exempelvis, ett 95%-igt konfidensintervall för en andel innebär inte att sannolikheten för att populationsandelens värde ska ligga innanför det givna konfidensintervallet är lika med 0,95. En konfidens om 95 % refererar istället till den förväntade andelen av ett sådant intervall som innehåller populationsvärdet, om man fler gånger skulle ta slumpmässiga stickprov av samma storlek från samma population under identiska villkor.

instrument, till exempel om klassen av finansiella instrument är mycket volatil, starkt koncentrerad till ett fåtal marknadsaktörer eller kan vara svår att sälja. CCP:erna ska informera sin behöriga myndighet och sina CM:ar om vilka kriterier som beaktas vid fastställandet av den procentsats som tillämpas på beräkningen av marginalsäkerheter per klass av finansiella instrument. Clearar en CCP OTC-derivat som på grundval av en bedömning av riskfaktorerna har samma riskegenskaper som derivat som handlas på reglerade marknader eller en likvärdig marknad i tredjeländ, får de använda ett annat konfidensintervall på minst 99 % för dessa kontrakt, om riskerna i de OTC-derivatkontrakt som de clearar lämpligen begränsas genom ett sådant konfidensintervall och om villkoren ovan uppfylls.⁷⁰

För värderingen av mycket likvida säkerheter ska CCP:er ha riktlinjer och rutiner för att i nära realtid kontrollera kreditkvalitet, marknadslikviditet och prisvolatilitet för varje tillgång som godtas som säkerhet. De ska regelbundet, och åtminstone årligen, kontrollera att riktlinjerna och rutinerna är adekvata. En sådan översyn ska även ske efter väsentliga förändringar som påverkar risk-exponeringen. Värdet på säkerheterna ska uppdateras i nära realtid; är detta inte möjligt ska istället kunna visas för de behöriga myndigheterna att riskerna kan hanteras.⁷¹

CCP:erna får tillåta kvittning eller att marginalsäkerhetskraven för samtliga finansiella instrument sänks, om prISRISKEN för ett eller en uppsättning finansiella instrument i betydande och tillförlitlig grad, eller enligt en likvärdig statistisk beroendeparameter, är korrelerad till prISRISKEN för andra finansiella instrument (**portföljmarginalsäkerheter**). CCP:erna ska dokumentera sin strategi när det gäller portföljmarginalsäkerheter och åtminstone föreskriva att korrelationen, eller en likvärdig statistisk beroendeparameter, mellan två eller flera finansiella instrument som clearas ska vara tillförlitlig över den historiska perioden och vara motståndskraftig under historiska eller hypotetiska stressscenarier. CCP:er ska visa att det finns en "logisk" ekonomisk grund för prISFÖRHÅLLET.⁷² Minskningen av marginalsäkerheter i samband med portföljmarginalsäkerheterna ska vara föremål för ett tillfredsställande stresstestprogram.⁷³ Alla finansiella instrument på vilka portföljmarginalsäkerheter tillämpas ska omfattas av **samma obeståndsfond** (se nedan avsnitt 5.3). Genom undantag från detta får portföljmarginalsäkerheter täckas av olika obeståndsfonder, om CCP:erna i förväg kan visa för

70 Se art 24 Delf.

71 Se art 40 Delf.

72 Se art 27.1–2 Delf.

73 Se art 27.5 Delf. Stresstestprogram regleras särskilt i kap XII Delf.

den behöriga myndigheten och sina CM:ar hur potentiella förluster skulle fördelas på olika obeståndsfonder och har fastställt nödvändiga villkor i sina regler. Om portföljmarginalsäkerheter omfattar flera instrument, får minskningen av marginalsäkerheter inte överstiga 80 % av skillnaden mellan summan av marginalsäkerheter för varje produkt individuellt beräknat och marginalsäkerheten beräknat på en sammantagen skattning av hela portföljens exponering. Om centrala CCP:er inte är exponerade för någon potentiell risk till följd av minskningen av marginalsäkerheter, får de tillämpa en minskning på upp till 100 % av den skillnaden.⁷⁴

CCP:er ska se till att deras policy för att välja och revidera konfidensintervall, likvideringsperiod och historisk period leder till ”framsynta”, stabila och försiktiga marginalsäkerhetskrav som begränsar de konjunkturförstärkande effekterna ”så att deras sunda ställning och finansiella säkerhet inte påverkas negativt” (**konjunkturförstärkning**). Häri ingår att de om möjligt ska undvika störande eller stora förändringar av marginalsäkerhetskraven och införa öppna och förutsägbara förfaranden för att anpassa marginalsäkerhetskraven om marknadsläget förändras. CCP:er ska i detta sammanhang tillämpa åtminstone ett av följande alternativ: (a) en marginalsäkerhetsbuffert på minst 25 % av de beräknade marginalsäkerheter som de tillåter töms tillfälligt under perioder då de beräknade marginalsäkerhetskraven avsevärt ökar; (b) tilldela stressobservationer en vikt på minst 25 % under den historiska perioden; eller (c) se till att marginalsäkerhetskraven inte är lägre än vad de skulle vara om de beräknades utifrån den skattade volatiliteten över en historisk tioårsperiod. När CCP:erna reviderar marginalsäkerhetsmodellens parametrar för bättre anpassning till det aktuella marknadsläget, ska de beakta potentiella konjunkturförstärkande effekter av en sådan revidering.⁷⁵

Kontantsäkerheter ska denomineras i en valuta (a) avseende vilken CCP:erna för de behöriga myndigheterna kan visa att de tillfredsställande kan hantera riskerna eller (b) i vilken CCP:erna clearar transaktioner, inom ramen för de säkerheter som krävs för att täcka dess exponering i denna valuta.⁷⁶ Som ”mycket likvida säkerheter” betraktas finansiella instrument, bankgarantier och guld som uppfyller de särskilda villkoren i Delf.⁷⁷ Sådant guld omfattas även av den särskilda regeln i 8 kap 10 § andra stycket konkurslagen.

74 Se art 27.3–4 Delf.

75 Se art 28 Delf.

76 Se art 38 Delf.

77 Se art 39 Delf.

CCP:erna ska ha **riktlinjer och rutiner** för att fastställa försiktigt beräknade **värderingsavdrag**. Värderingsavdrag ska beakta att säkerheterna kan behöva realiseras i ett ansträngt marknadsläge och beakta den tid det kan ta att realisera dem. ”För att i möjligaste mån begränsa de konjunkturförstärkande effekterna” ska CCP:erna för den behöriga myndigheten visa att värderingsavdragen är försiktigt beräknade. För varje säkerhetstillgång ska värderingsavdraget fastställas mot bakgrund av relevanta kriterier, däribland sådana kriterier som anges i Delf.⁷⁸

5.3 OBESTÅNDSFOND, LIKVIDITET OCH ANDRA BUFFERTAR

För att ytterligare begränsa kreditexponeringen mot sina CM:ar ska CCP:erna ha en i förväg finansierad **obeståndsfond** för att täcka förluster som över-skrider de förluster som ska täckas av marginalsäkerheterna, till följd av att en eller flera CM:ar hamnar på obestånd. CCP:erna ska fastställa ett minimibelopp som obeståndsfondens storlek under inga omständigheter får understiga. CCP:erna ska fastställa lägsta bidrag till obeståndsfonden och beräkningskriterierna för de enskilda CM:s bidrag. Bidragen ska vara proportionella mot respektive CM:s exponering. Fonden ska åtminstone ge CCP:erna möjlighet att vid extrema men samtidigt möjliga marknadsförhållanden klara att den CM som den har störst exponering mot hamnar på obestånd, eller att den näst största och tredje största CM:en gör det, om deras sammanlagda exponering är större. CCP:erna ska utarbeta scenarier för extrema men samtidigt möjliga marknadsförhållanden. Scenarierna ska inkludera de mest volatila perioder som har förekommit på de marknader där CCP:erna tillhandahåller sina tjänster och en rad potentiella framtidsscenarier. De ska ta hänsyn till plötsliga utförsäljningar av finansiella medel och snabbt minskande marknadslikviditet. CCP:erna får inrätta en särskild obeståndsfond för de olika klasser av instrument som de clearar.⁷⁹

Vissa specificerade krav ställs på de säkerheter som får användas av CM:arna i förhållande till CCP:erna. För att täcka exponeringen mot sina CM:ar ska CCP:erna godta mycket likvida säkerheter med minimala kredit- och marknadsrisker. För icke-finansiella motparter⁸⁰ får CCP:erna godta bankgarantier, med beaktande av sådana garantier vid beräkning av dess exponering mot en bank som är en CM. De ska göra lämpliga värderingsavdrag som återspeglar den potentiella värdeminskningen

⁷⁸ Se art 41 Delf.

⁷⁹ Se art 42 EMIR. Parallella (eller uppdelade) obeståndsfonder diskuteras i Gregory (2014) s 178 f.

⁸⁰ Uppdelningen i ”finansiella motparter” och ”icke-finansiella motparter” diskuteras i Hanqvist (2014a) s 85.

mellan den senaste värderingen av tillgångarna och den tidpunkt då de rimligen bör vara realiserade; beakta likviditetsriskerna till följd av att en marknadsaktör hamnar på obestånd; beakta de koncentrationsriskerna för vissa tillgångar som kan bli resultatet av fastställandet av godtagbara säkerheter; och använda lämpliga värderingsavdrag (s k *haircuts*⁸¹). För att tillgodose sitt krav på marginalsäkerheter får CCP:erna, i lämpliga fall och med tillräcklig försiktighet, som säkerhet godta ett derivat kontrakt underliggande tillgång eller det finansiella instrument som CCP:ns exponering utgår från.⁸²

För att fastställa obeståndsfondens minimistorlek ska CCP:erna ha en intern policyram för att definiera vilka typer av extrema men möjliga marknadsförhållanden som kan exponera dem för de största riskerna.⁸³ Ramen ska spegla CCP:ernas riskprofil och vid behov beakta exponeringar över gränser och i olika valutor. Den ska ange alla marknadsriskerna som CCP:erna skulle utsättas för om en eller flera CM:ar skulle hamna på obestånd, bli en ogynnsam marknadsprisutveckling på instrument som clearas, minskad marknadslikviditet för dessa instrument och minskat realiseringsvärde för säkerheterna. Inom ramen ska även hänsyn tas till andra risker för CCP:erna som skulle uppstå, om fler koncernheter än CCP:erna samtidigt skulle hamna på obestånd.⁸⁴

CCP:erna ska disponera över tillräckliga **i förväg finansierade finansiella medel** för att kunna täcka eventuella förluster som överskrider de förluster som ska täckas av marginalsäkerheterna och obeståndsfonderna. Sådana medel ska inkludera egna medel som har avsatts av CCP:erna, som är fritt tillgängliga för desamma och som inte används för att uppfylla kapitalkravet. Obeståndsfonden och de andra finansiella medlen ska säkerställa att CCP:erna alltid kan klara av att **minst de två CM:ar** som de har **störst exponering** mot hamnar på obestånd vid extrema men samtidigt möjliga marknadsförhållanden. CCP:erna får begära att CM:ar som inte är på obestånd tillhandahåller **ytterligare medel** om en annan CM skulle hamna på obestånd. CCP:ernas CM:ar ska ha begränsad exponering mot CCP:erna.⁸⁵

81 Se Hanqvist (2015) s 94.

82 Se art 46 EMIR.

83 Se art 29 Delf.

84 Se art 30 Delf.

85 Se art 43 EMIR.

CCP:erna ska införa stabila **system för hantering av likviditetsrisker** som omfattar verksamma operativa verktyg och analysverktyg för att fortlöpande och i rätt tid identifiera, mäta och övervaka sina avvecklings- och finansieringsflöden, däribland utnyttjandet av intradagslikviditet. CCP:erna ska regelbundet bedöma hur deras system för hantering av likviditetsrisker är utformade och fungerar och i detta sammanhang ta hänsyn till resultaten av stresstesterna.⁸⁶ CCP:erna ska göra en omfattande validering av sina modeller, metoder och det system för hantering av likviditetsrisk som används för att kvantifiera, aggregera och hantera riskerna. Alla väsentliga ändringar eller justeringar av modellerna, metoderna eller systemen för hantering av likviditetsrisk ska ske i enlighet med god organisationsstyrning, bl a genom att riskkommittén får möjlighet att lämna synpunkter, och valideras av en kvalificerad och oberoende part innan de genomförs.⁸⁷

CCP:erna ska alltid ha tillgång till tillräcklig **likviditet** för att kunna utföra sina tjänster och utöva sin verksamhet. De ska därför säkra nödvändiga krediter eller liknande arrangemang för att kunna täcka sina likviditetsbehov om de inte omedelbart kan få tillgång till finansiella medel. En CM och denna CM:s moder- eller dotterföretag ska tillsammans inte svara för mer än 25 % av den kredit som en CCP behöver. CCP:erna ska dagligen mäta sitt potentiella **likviditetsbehov**. De ska beakta den likviditetsrisk som skapas om minst de två CM:ar som de har störst exponering mot hamnar på obestånd.⁸⁸ CCP:erna ska i alla relevanta valutor hålla likvida medel som motsvarar deras likviditetsbehov. Dessa likvida medel ska vara begränsade till kontantinsättningar hos en utgivande centralbank, kontanta medel som hålls hos ett auktoriserat kreditinstitut, bindande kreditlöften eller likvärdiga överenskommelser med clearingmedlemmar som inte är på obestånd, bindande återköpsavtal (repor) och ”mycket likvida finansiella instrument” som CCP:erna kan bevisa är tillgängliga och kan omsättas i kontanta medel på en och samma dag, enligt förhandsfastställda överenskommelser som är säkra även i ansträngda marknadslägen.⁸⁹ CCP:erna ska noggrant övervaka och kontrollera koncentrationen i likviditetsriskexponeringarna och sätta exponerings- och koncentrationsgränser.⁹⁰

86 Se art 32 Delf.

87 Se art 47 Delf.

88 Se art 44 EMIR.

89 Se art 33 Delf.

90 Se art 34 Delf.

5.4 VATTENFALLSPRINCIPEN

Vid en CM:s obestånd gäller enligt EMIR – i likhet med vad som länge varit marknadspraxis⁹¹ – en ”**vattenfallsprincip**” för hur de förluster som kan uppstå som ett resultat av obeståndet ska absorberas. Hamnar en CM på obestånd ska CCP:erna i första hand till förlusttäckning använda de marginalsäkerheter som den insolventa CM:en har ställt. Om marginalsäkerheter ställda av en insolvent CM inte räcker för att täcka förlusterna ska CM:s bidrag till obeståndsfonden användas. CCP:erna ska använda bidragen till obeståndsfonden från CM:ar som inte är på obestånd och de övriga finansiella medlen först sedan bidragen från den insolventa CM:en har uttömts. CCP:en ska använda avsatta egna medel innan den använder bidragen till obeståndsfonden från solventa CM:ar. CCP:n ska inte använda de marginalsäkerheter som ställts av solventa CM:ar för att täcka förluster som orsakas av att en annan CM hamnar på obestånd.⁹² De egna medlen ska redovisas separat i balansräkningen och bestå endast av kapital, inbegripet balanserade vinstmedel och reserver. Har mer än en obeståndsfond inrättats för olika derivatklasser ska de särskilda egna medlen fördelas på fonderna i proportion till respektive fonds storlek, redovisas separat i balansräkningen och utnyttjas vid obestånd inom de olika marknadssegmenten som obeståndsfonderna avser.⁹³

Vattenfallsprincipen medför att varje CM indirekt har en kreditrisk på varje annan CM och dess kunder.⁹⁴ Detta bryter och reverserar – i ekonomiskt avseende – den trend som inleddes 1993 när OMX i Stockholm (nuvarande Nasdaq) upphörde att vara ett ”ömsesidigt” företag som ägdes av medlemmarna.⁹⁵ Eftersom CM:ar vanligen är banker eller annars institut som omfattas av CRR, återvänder till banksystemet på detta sätt åtminstone en del av de risker som CCP-clearingen var tänkt att hantera. Lagstiftningsvägen återinförs alltså i alla fall delvis den ömsesidighet som CCP:erna under de senaste decennierna har lämnat – men utan det värde för ”delägarna” som ett aktieäggande skulle ha gett.⁹⁶ Särskilt i ljuset av de krav som ställs på riskhantering och säker-

91 Se Gregory (2014) s 141 f med figur 8.7 och kap 10.

92 Se art 45 EMIR.

93 Se art 35 Delf.

94 Den ömsesidiga kreditrisken mellan CM och kunder blir ännu tydligare om själva CCP-clearingens mekanism förnekas – såsom sker i Roussille (2006) (se kritiken av Roussille i Hanqvist (2014b) s 389 ff) – och kreditrisken istället beräknas avseende de deltagare som är netto-gäldenärer (se Roussille (2006) No 558).

95 Se R Lee, *Running the World's Markets* (2011) s 145 och P Norman, *The Risk Controllers* (2011) s 183 f. OMX'/Nasdaq's utveckling behandlas i G Blomé, *OM(X). Från OMX till NASDAQ* (2012).

96 Jfr Lee (2011) s 270.

ställande som gäller för icke-clearade OTC-derivat⁹⁷ framstår det som inte helt tydligt varför det dessutom krävs clearing som koncentrerar kreditriskerna till CCP:erna.

Vattenfallsprincipen har också i praktiken gjort det omöjligt för vissa finansiella aktörer att delta i clearingen som CM – vilket kan vara ekonomiskt fördelaktigt – för att istället tvingas använda sig av indirekt clearing via en CM. Avseende **fondbolagens** behörighet att ställa säkerhet för tredje man – och alltså därigenom kunna agera som direkta CM enligt EMIR – framkom olika uppfattningar. Advokatsamfundet⁹⁸ menade att fondbolag som förvaltar värdepappersfonder, och som i här relevanta avseenden inte nödvändigtvis skiljer sig från AIFM som förvaltar specialfonder, utgör alla ”finansiella motparter” enligt artikel 2.8 EMIR och omfattas därför av det mest omfattande clearingkravet enligt förordningens artikel 4. Det torde kunna antas att de begränsningar som har uppmärksamats avseende fondbolags behörighet att ställa säkerhet för tredje man är avsedda att ekonomiskt skydda fondandelsägare. Om fondbolag förhindras att bidra till CCP:ns obeståndsfond direkt såsom CM:ar, torde de i stället få efterkomma clearingkravet genom att indirekt delta i clearingen genom en CM. Vidare torde detta indirekta deltagande inte kunna ske genom sådan full separation som enligt EMIR ska erbjudas av CM:ar, eftersom detta skulle ge fondbolagen och tjänstepensionsinstitutet en direkt exponering mot CCP:n och dess obeståndsfond. Oavsett huruvida fondbolag deltar indirekt genom full separation, torde man kunna utgå ifrån att den fulla kostnaden för clearingen av fondbolagens derivatpositioner kommer att få bäras av fonderna själva, eftersom det är osannolikt att CM:arna utan ersättning skulle ta på sig de kostnader för obeståndsfonden som uppkommer avseende fondernas derivatpositioner. Ett sådant övertagande skulle sannolikt också strida mot exempelvis aktiebolagslagen för de CM:ar som är underkastad den lagen, eftersom ett sådant övertagande skulle kunna utgöra en otillåten värdeöverföring (gåva) från CM:en. Det både ekonomiskt och rättsligt korrekta torde vara att alla deltagare i clearingen fullt ut bär kostnaden för den obligatoriska clearingens av derivatpositioner.

Det föreföll enligt Advokatsamfundet inte vara befogat att ge fondbolag ekonomiska incitament genom lagstiftad kostnadsöverväring och därför lägre kostnader för derivatpositioner att i högre grad än annars vore fallet använda sig av derivat. Vid sådana förhållanden torde det ekonomiskt inte vara fördelaktigt för fondandelsägarna att fondbolagen tvingas delta indirekt snarare än direkt

97 Se Hanqvist (2015).

98 Se remissvaret R-2013/1994, 2013-12-20, Fi 2013/3860, s 10 f.

i clearingen. Vissa omständigheter talar snarare för att en sådan lösning vore till nackdel för fondandelsägarna. Av allmänna ekonomiska principer torde följa att begränsad valfrihet medför en kostnad. Om fondbolag inte själva kan välja huruvida de anser det vore fördelaktigast att delta direkt i clearingen som CM för egen räkning eller att delta indirekt via en CM, torde fonderna således drabbas av en extra kostnad. Eftersom det fulla bidraget till CCP:ns obeståndsfond inte med full säkerhet är känd på förhand (se artikel 43.3 EMIR), torde CM:arna enligt Advokatsamfundet i allmänhet söka säkerställa att fondbolag, som indirekt deltar i clearingen genom avgifterna till CM:arna, betalar tillräckligt mycket för att täcka eventuella framtida tillkommande krav på bidrag till obeståndsfonden (jfr artikel 43.3 EMIR). CM:arna själva behöver alltså inte nödvändigtvis redan från början ge upp den fulla likviditeten för att fullgöra skyldigheterna avseende obeståndsfonden medan fondbolagen genom avgifterna i princip skulle bli tvungna att i förhand betala också för de extra kraven på bidrag till obeståndsfonden (till den del bidragen är hänförliga till fondernas derivatpositioner), vilket medför en upplåsning av likviditet för fondbolagen, som i sin tur skulle utgöra en (alternativ) kostnad som fick bäras av fondandelsägarna. Denna kostnadsdiskriminering till nackdel för fondandelsägare förefaller enligt Advokatsamfundet inte vara förenlig med artikel 36.1 i EMIR, enligt vilken en CCP:s regler ska vara ”rättvisa”. I detta rättvisekrav torde ingå en princip om likabehandling – en princip som i EMIR också har kommit till uttryck i artikel 7 och recit (35).

Sammantaget torde således enligt Advokatsamfundet den tolkning av unionsrätten och svensk rätt vad gäller fondbolag avseende bidragen till en CCP:s obeståndsfond, som kräver att fondbolagen och instituten fullgör sin clearing-skyldighet endast indirekt, leda till ett resultat som i bästa fall inte skiljer sig från vad som skulle vara fallet om fondbolagen tilläts delta som CM:ar och som i sämsta fall sätter fondandelsägarna i en sämre position än om fondbolagen fått delta direkt i clearingen. Den kritiserade tolkningen av gällande rätt förefaller därför enligt samfundet stå i strid med skyddsregleringens syfte. I stället torde EMIR kunna ses som en unionsrättslig speciallagstiftning (dessutom i form av en omedelbart tillämplig förordning) som bryter igenom den allmänna lagstiftningen i de relevanta (endast indirekt tillämpliga) direktiven.

Regeringen delade inte analysen,⁹⁹ utan menade att det visserligen framstod som riktigt att ett indirekt deltagande i CCP-clearing kunde medföra högre kostnader för fondbolag och därigenom för fondandelsägarna jämfört med ett direkt deltagande, men att detta dock torde sakna betydelse vid tolkningen av

99 Se prop 2013/14:111 s 79.

den relevanta unionsrättsliga bestämmelsen. Regeringen menade att det inte fanns tillräckliga skäl för att anta att avsikten med EMIR var att åsidosätta förbudet mot garantier för tredje mans räkning för fonderna. Om så hade varit fallet, skulle – menade regeringen – ett uttryckligt undantag ha kunnat införas. I artikel 88.2 UCITS-direktivet anges att artikel 88.1 inte ska hindra det företag som avses där från att förvärva överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument eller andra finansiella instrument som avses i vissa bestämmelser i direktivet och som inte är till fullo betalda. Bland de finansiella instrument som avses finns vissa finansiella derivatkontrakt.¹⁰⁰ Syftet med artikel 88.2 vore enligt regeringen att t ex ett fondbolag skulle kunna åta sig att betala de förvärvade finansiella instrumenten vid avvecklingstidpunkten utan att detta betecknas som ett otillåtet lån.¹⁰¹ UCITS-direktivet borde vidare enligt regeringen förstås på så sätt att det skulle vara möjligt att handla bl a sådana finansiella derivatkontrakt som medel i en värdepappersfond får investeras i, även om reglerna för clearing och avveckling av sådana köp föreskriver att säkerhet ställs i proportion till exponeringen i fråga.¹⁰² Artikel 88.2 innebär dock inte att det vore tillåtet att ingå garantier för tredje mans räkning i vidare mån än vad som följer av artikel 88.1. Regeringen tillade att, om ett fondbolag i stället använde egna finansiella medel, ingen konflikt med fondlagstiftningen borde uppstå i nu aktuellt avseende (frågan får då bedömas mot bakgrund av bl a bestämmelserna om kapitalkrav för fondbolag). Detta förslag förefaller helt opraktiskt avseende fondbolag som förvaltar värdepappersfonder och förvaltare som förvaltar specialfonder (som har samma juridiska struktur som värdepappersfonder). Detta vore det samma som en garanti till fondandelsägarnas fromma. Någon sådan garanti ges i praktiken inte av något fondbolag och skulle även detta leda till kostnader för fondandelsägarna, eftersom fondbolagen varken får eller skulle vilja lämna en sådan garanti gratis.

5.5 STRESSTESTER

Stresstestprogrammen ska se till att marginalsäkerheterna, bidragen till obeståndsfonderna och andra finansiella medel sammantaget kan klara att åtminstone de två clearingmedlemmar (respektive andra delar av deras koncerner), mot vilka de har de största exponeringarna vid extrema men möjliga marknadsförhållanden, samtidigt hamnar på obestånd.¹⁰³ Stresstestprogrammen ska sörja för att CCP:ernas likvida finansiella medel är tillräckliga.¹⁰⁴ CCP:er ska

¹⁰⁰ Se 50.1(g) UCITS-direktivet.

¹⁰¹ Jfr prop 2002/03:150 s 218.

¹⁰² Jfr prop 2002/03:150 s 226.

¹⁰³ Se art 53 Delf.

¹⁰⁴ Se art 54 Delf.

inrätta och vidmakthålla rutiner för att upptäcka förändringar av marknadsförhållandena, som ökad volatilitet eller minskad likviditet för finansiella instrument som de clearar, så att de snabbt kan anpassa beräkningarna av marginalsäkerhetsbehovet för att beakta det förändrade marknadsläget.¹⁰⁵ CCP:er ska ha tydliga rutiner för att skatta behovet av ytterligare marginalsäkerheter och ska omkalibrera sina säkerhetsmodeller om utfallstester visar att modellerna inte har fungerat som väntat och därför inte har kunnat ange en lämplig mängd initialsäkerheter för att uppnå önskvärd förtroendenivå.¹⁰⁶ CCP:er ska också ha ”omvända” stresstester för att fastställa vid vilka marknadsförhållanden deras säkerheter, obeståndsfonder och andra finansiella medel sammantaget kan visa sig vara otillräckliga för att täcka kreditexponeringar och för vilka deras likvida finansiella medel kan vara otillräckliga.¹⁰⁷

CCP:erna ska ha riktlinjer och rutiner för att: – bedöma och fortlöpande övervaka hur likvida de tillgångar är som godtas som säkerheter, och vid behov vidta korrigerande åtgärder;¹⁰⁸ – säkra att säkerheterna är tillräckligt diversifierade för att kunna realiserars inom en fastställd innehavstid utan någon väsentlig marknadspåverkan¹⁰⁹ och en tillräcklig spridning, när det gäller de finansiella instrument i vilka de finansiella medlen investeras och att koncentrationsgränser och övervaka koncentrationen av dess finansiella medel med avseende på sådana kategorier som anges i Delf fastställs;¹¹⁰ – beskriva de stress- och utfallstestprogram som de genomför för att bedöma lämplighet, exakthet, tillförlitlighet och motståndskraft hos de modeller och metoder som de använder för sina riskkontrollmekanismers kalkyleringar, inbegripet marginalsäkerheter, bidrag till obeståndsfonder och andra finansiella medel vid en rad olika marknadsförhållanden.¹¹¹

6. CLEARINGMEDLEMMARS INSOLVENS

En CCP ska ha detaljerade förfaranden som ska tillämpas när en CM inte följer CCP:ns deltagandekrav inom tidsfristen och i enlighet med de förfaranden som CCP:n inrättat. CCP:n ska precisera vilka förfaranden som ska tillämpas om det inte är CCP:n som förklarar att CM:en har hamnat på obestånd. CCP:n ska vid en CM:s obestånd agera snabbt för att begränsa förluster och likviditetspåfrestningar, och ska se till att avvecklingen av

105 Se art 55 Delf.

106 Se art 56 Delf.

107 Se art 57 Delf.

108 Se art 37 Delf.

109 Se art 42 Delf.

110 Se art 45 Delf.

111 Se art 48 Delf.

en CM:s positioner inte stör CCP:ns verksamhet eller utsätter CM:ar som inte är på obestånd för förluster som de inte kunde förutse eller kontrollera. Anser CCP:n att CM:en inte kommer att kunna fullgöra sina framtida skyldigheter, ska den omedelbart underrätta den behöriga myndigheten innan obeståndsförfarandet har tillkännagivits eller utlösts. Den behöriga myndigheten ska omedelbart underrätta Esma, de relevanta medlemmarna av ECBS och den myndighet som ansvarar för tillsynen av den CM som är på obestånd. CCP:n ska kontrollera att dess obeståndsförfaranden kan genomföras. Den ska vidta alla rimliga åtgärder för att säkerställa att den har rättslig befogenhet att avveckla de positioner som den CM som har hamnat på obestånd innehar och att överföra eller realisera kundernas positioner som tillhör den CM:ens kunder. Redovisas tillgångar och positioner i CCP:ns register och konton, med hänvisning till att de innehas för kunder till en CM på obestånd, ska CCP:n, ”åtminstone”, i avtal förbinda sig att börja tillämpa förfarandena för att överföra tillgångar och positioner som innehas av CM:en på obestånd för kundernas räkning till en annan CM, som alla dessa kunder ska utse, på deras begäran och utan att inhämta samtycke från CM:en på obestånd. Den andra CM:en ska endast vara förpliktigad att godta dessa tillgångar och positioner om den tidigare i ett avtal med kunderna förbundit sig att göra det. Om överföringen till denna andra CM inte har ägt rum inom en i förväg fastställd tid för överföring som anges i CCP:ns verksamhetsbestämmelser, får CCP:n vidta alla åtgärder som är tillåtna i dess verksamhetsbestämmelser för att aktivt hantera sin risk i förhållande till dessa positioner, inbegripet realisering av de tillgångar och positioner som innehas av CM:en på obestånd för dennes kunders räkning.¹¹² Kunders säkerheter ska, om de är separerade enligt kraven i EMIR, endast användas för att täcka positioner som innehas för deras räkning. Om det återstår fordringar på CCP:n efter slutförandet av CM:s process för obeståndshantering genom CCP:n, ska de snabbt återlämnas till dess kunder, om CCP:n vet vilka de är, eller, om de inte är kända, till CM:en för kundernas räkning.¹¹³

7. SAMMANFATTANDE SYNPUNKTER

Som framgår av de tidigare artiklarna handlar CCP-clearingen om ett svår-definerat produktområde. Stora delar av den avsedda marknaden clearades på frivillig väg redan före EMIR; stora problem har visat sig vidlåda identifieringen av derivatklasser lämpade för clearingkravet. Säkerheter används allmänt på den icke-clearade marknaden oberoende av säkerhetskraven, som i sak endast kodifierar marknadspraxis. Sånär som på den tvångsvisa

112 Se art 48.1–5 EMIR.

113 Se art 48.6–7 EMIR.

ömsesidigheten mellan CM:arna, bryter EMIR inte någon ny mark avseende CCP-clearing. De metoder för att hantera riskerna i clearingen som EMIR och DelF ålägger CCP:erna att använda har utvecklats av marknaden och kodifieras endast av regleringen. Istället för att kreditriskerna och säkerheterna decentraliserat hanteras i de olika instituten, pressas såväl risker som säkerheter ihop hos ett färre antal ännu större CCP:er, med oklara band till de nationella centralbankerna och skattebetalarna. CCP:erna utgör ett stort too-big-to-fail-problem.¹¹⁴ Esma har således tillkännagivit att stresstester ska genomföras på CCP:er den 29 april 2016.¹¹⁵

Hela EMIR-projektet är ofantligt kostsamt. Sammanfattningsvis torde lite tillspetsat kunna sägas att vi nu, till en hög administrativ kostnad, står kvar med samma kreditrisker och marknadsrisker som genereras i realekonomin. Marknadens tidigare delvis decentraliserade riskhantering och delvis endast försiktigt och empiriskt präglade centrala clearing,¹¹⁶ har ersatts av en i hög grad centraliserad riskkoncentration i CCP:erna. Det är oklart vem som till slut får betala notan vid en CCP:s fallissemang – någon motsvarighet till centralbankernas likviditetsstöd (se 6 kap 8 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank) eller resolution (se lagen (2015:1016) om resolution) finns inte för CCP:er. Enligt EMIR och DelF ska emellertid de risker som har koncentrerats i CCP:erna vid ett fallissemang återbördas till den finansiella system vars kreditrisker CCP:erna avses ta om hand. Riskkoncentrationen till CCP:erna homogeniserar i hög grad kreditrisken (detta är delvis själva vitsen med CCP-clearing). Detta leder till att den för olika motparter differentierade riskpremie som tidigare återspeglades i derivatpriserna, inte längre förekommer. Härigenom undanröjer CCP-clearing en viktig informationskälla för bedömningen av den kreditrisk som olika aktörer utgör.¹¹⁷ Detta motsvarar delvis en av orsakerna bakom den finansiella krisen, nämligen att de låga räntorna gjorde det svårt att ta adekvat betalt för risk och därmed också för marknaden att upptäcka risk – varför risken i det finansiella systemet kunde växa relativt okontrollerat. Vi står ännu metaforiskt med rumpnan bak; eller har förflyttat oss ur askan i elden. ☹️

114 Detta underströks nyligen av professor A R Admati vid det symposium i ämnet "Ending too Big to Fail" som hölls av Federal Reserve Bank of Minneapolis 2016-04-04 (se <https://www.minneapolisfed.org/publications/special-studies/endingtbt/symposiums/april-4-ending-too-big-to-fail-symposium>).

115 Se pressmeddelandet https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-625_esma_announces_eu-wide_stress_tests_for_ccps_1.pdf.

116 Se Hanqvist (2014b) och (2015).

117 Se T Sandhu, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-11/new-derivatives-era-keeps-dollar-swap-spreads-negative-analysis> (2016-04-12).