

Andrew Gracie och Alice Carr

Central clearing för OTC-derivat – konsekvenser för finansiell stabilitet



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

Enligt direktiven ska kommittén

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

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

Ledamöter i Finansmarknadskommittén:

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

Peter Lindfelt, Finansråd och chef på Finansdepartementets
Finansmarknadsavdelning

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

Jens Henriksson, VD Nasdaq OMX Stockholmsbörsen

Olle Zetterberg, VD Stockholm Business Region AB



Andrew Gracie och Alice Carr

Central clearing av OTC Derivat

- konsekvenser för finansiell stabilitet

Andrew Gracie är chef för Crisis Management Analytics, ett konsultföretag han startat för att tillhandahålla krishantering och finansiell stabilitetsrådgivning till finansiella myndigheter och banker. Han har tidigare arbetat i arton år vid Bank of England i en rad olika områden, senast som chef för avdelningar som ansvarar för krishantering och krisförberedelser, övervakning av det brittiska banksystemet, design av regelverk och betalningssystemspolicy. Han har även omfattande internationell erfarenhet inom grupper i Basel (BCBS, CPSS) och EU (CEBS, BSC).

Alice Carr är konsult vid Crisis Management Analytics, specialiserad på att bygga krissimuleringsövningar i Europa, Latinamerika, Asien och Afrika. Före CMA arbetade Alice med frågor rörande finansiell stabilitet vid Bank of England. Alice har en Master i ekonomi och finans från University of Navarra i Spanien och Master i historia från Cambridge University i England.

Förord

G20 har med anledning av finanskrisen sökt åstadkomma en ökad standardisering av kreditderivatmarknaden och då särskilt etablerandet av central motpartsclearing underställd såväl reglering som tillsyn. EU Kommissionen kom med ett direktivförslag under sommaren 2010. Detta inkluderar obligatorisk CCP-clearing av OTC derivat samt reglering av själva clearinghusen. Huvudargumenten för förslagen är minskade systemrisker och positiva effekter för finansiell stabilitet.

I syfte att belysa utvecklingen på området och principiella för- och nackdelar avseende finansiell stabilitet uppdrog Finansmarknadskommittén åt Andrew Gracie att skriva en rapport som behandlar just detta.

Rapporten har diskuterats vid ett seminarium samt vid möten i finansmarknadskommittén och kommer att vara diskussionsunderlag för finansmarknadens runda bord vid dess möte den 17e december 2010.

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

Stockholm 7 december 2010

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

Central motpartsclearing av OTC-derivat – konsekvenser för finansiell stabilitet

Den senaste tidens turbulens i det globala finansiella systemet har föranlett en rad reforminitiativ för att ta itu med risker för den finansiella stabiliteten. Ett mål för reformer är s.k. OTC-derivat ("Over-the-Counter"), som 2007 hade utvecklats till en global biljondollarmarknad och som anses ha bidragit till ett stegrad risktagande som ökade systemets sårbarhet när marknaderna sattes under tryck efter augusti 2007. Att positioner på OTC-derivatmarknaderna är sammankopplade, komplexa och brister i transparens bidrog till att förstärka oron över motpartsrisker och marknadens förmåga att absorbera en stor aktörs fallissemang, en oro som till slut blev självuppfyllande.

I de reformprogram som satts i gång är insatserna för att minska de risker som OTC-derivatmarknaderna är förenade med genom ökad användning av central clearing (ämnet för detta diskussionsunderlag) av särskild betydelse. Mellan politiska beslutsfattare har en tydlig samsyn växt fram om det önskvärda i central motpartsclearing, men de kan underskatta några av riskerna med att sätta en ökad tillit till clearingorganisationer. Dessa risker måste hanteras effektivt om en stor nettovinst för den finansiella stabiliteten ska kunna realiseras.

I underlaget skildras först i stora drag OTC-derivatmarknadernas struktur (avsnitt 1), de systemriskerna som de har uppvisat (avsnitt 2) och i vilken utsträckning dessa utkristalliserades under krisen (avsnitt 3). Sedan, i

avsnitt 4, undersöks de fördelar som central motpartsclearing erbjuder, följt av en genomgång av aktuella reformförslag (avsnitt 5). Slutsatser dras i avsnitt 6.

Avsnitt 1 – Marknadsstruktur

OTC-derivatmarknaderna har växt snabbt under de senaste tjugo åren, särskilt i jämförelse med de underliggande avistamarknaderna (figur 1). Även om en viss avmattning följde på krisen 2008, uppgick de utestående kontraktens nominella kapitalvärde i slutet av 2009 till enorma 614,7 miljarder USD, eller 21,6 miljarder USD och 3,5 miljarder USD uttryckt i bruttomarknadsvärden respektive nettoexponeringar¹². Verksamheten är klart störst i ränteswappar och andra ränteprodukter, men sedan i mitten av 2000-talet har tillväxten varit snabb för s.k. CDS-instrument (Credit default swaps), som spelade en nyckelroll under krisen (figur 2).

OTC-handeln är i allmänhet bilateral och koncentrerad till förhållandevis få handlande banker (se figurerna 3 och 4 för amerikanska banker), och

¹ Marknadens storlek kan mätas på olika sätt. Nominellt kapitalbelopp avser det nominella värdet av den underliggande tillgång på vilken kontrakt skrivs. Bruttomarknadsvärde mäter kostnaden för att ersätta samtliga befintliga kontrakt (ger ett mått på motpartskreditrisken brutto). Nettoexponeringar tar hänsyn till juridiskt bindande bilaterala nettningsavtal (före eventuella säkerheter).

² Derivatmarknaderna hade växt oavbrutet sedan tidigt 1980-tal till 2008, när de krympte. Tillväxten tog ny fart 2009, men de utestående kontraktens nominella värde i slutet av året – 688 miljarder USD – låg under den tidigare toppnoteringen. Samtidigt ledde stora prisrörelser till att de utestående OTC-kontraktens bruttomarknadsvärde mer än fördubblades mellan 2007 och 2008, till 32,4 miljarder USD, innan de föll till 21,6 miljarder USD i slutet av 2009. Nettoexponeringarna, även för OTC-kontrakt, steg skarpt till omkring 4,6 miljarder USD innan de sjönk till 3,5 miljarder USD i slutet av 2009. Den senaste BIS Data för det första halvåret 2010 visar att förnyad marknadsturbulens medförde ett ytterligare fall i det utestående nominella värdet och en ökning av bruttomarknadsvärdet för OTC-derivat.

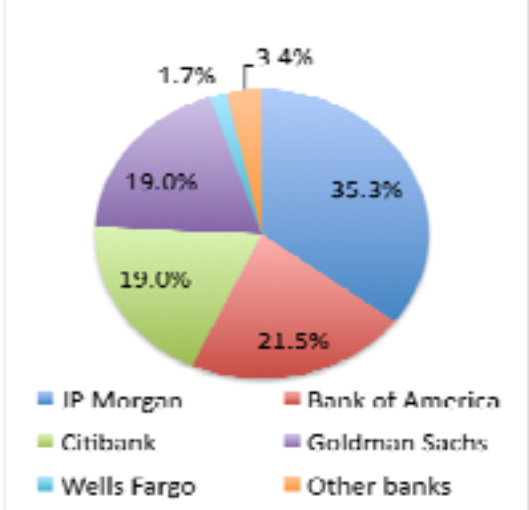
kontrakten med slutkunderna skräddarsys för att tillgodose enskilda kunders behov. Några derivat handlas över en börs i standardiserade kontrakt, men detta har hittills i hög grad varit begränsat till korta ränteterminer och -optioner samt till terminer på obligationer, aktier och råvaror³.

<p>Figur 1: OTC-derivatmarknadens storlek i förhållande till aktie- och obligationsmarknadernas värde, miljarder USD</p>	<p>Figur 2: Utestående OTC-derivats bruttomarknadsvärden (vänster) och bruttokreditexponering efter nettning (höger), miljarder USD.</p>																																																																												
<table border="1"> <caption>Data for Figure 1: OTC-derivatmarknadens storlek i förhållande till aktie- och obligationsmarknadernas värde, miljarder USD</caption> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Bond markets</th> <th>Equity markets</th> <th>OTC derivatives: Notional principal</th> <th>OTC derivatives: Gross market value</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1999</td> <td>~10</td> <td>~10</td> <td>~100</td> <td>~10</td> </tr> <tr> <td>2005</td> <td>~10</td> <td>~10</td> <td>~300</td> <td>~10</td> </tr> <tr> <td>2009</td> <td>~10</td> <td>~10</td> <td>~650</td> <td>~10</td> </tr> </tbody> </table>	Year	Bond markets	Equity markets	OTC derivatives: Notional principal	OTC derivatives: Gross market value	1999	~10	~10	~100	~10	2005	~10	~10	~300	~10	2009	~10	~10	~650	~10	<table border="1"> <caption>Data for Figure 2: Utestående OTC-derivats bruttomarknadsvärden (vänster) och bruttokreditexponering efter nettning (höger), miljarder USD.</caption> <thead> <tr> <th>Year</th> <th>Unallocated</th> <th>CDS</th> <th>Commodities</th> <th>Equity</th> <th>Interest rate</th> <th>Net credit exposure (right axis)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1999</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~1.0</td> </tr> <tr> <td>2001</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~1.0</td> </tr> <tr> <td>2003</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~2.0</td> </tr> <tr> <td>2005</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~2.0</td> </tr> <tr> <td>2007</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~3.0</td> </tr> <tr> <td>2008</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~4.5</td> </tr> <tr> <td>2009</td> <td>~1.0</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> <td>~3.5</td> </tr> </tbody> </table>	Year	Unallocated	CDS	Commodities	Equity	Interest rate	Net credit exposure (right axis)	1999	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~1.0	2001	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~1.0	2003	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~2.0	2005	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~2.0	2007	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~3.0	2008	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~4.5	2009	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~3.5
Year	Bond markets	Equity markets	OTC derivatives: Notional principal	OTC derivatives: Gross market value																																																																									
1999	~10	~10	~100	~10																																																																									
2005	~10	~10	~300	~10																																																																									
2009	~10	~10	~650	~10																																																																									
Year	Unallocated	CDS	Commodities	Equity	Interest rate	Net credit exposure (right axis)																																																																							
1999	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~1.0																																																																							
2001	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~1.0																																																																							
2003	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~2.0																																																																							
2005	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~2.0																																																																							
2007	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~3.0																																																																							
2008	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~4.5																																																																							
2009	~1.0	~0.5	~0.5	~0.5	~0.5	~3.5																																																																							
<p>Källa: BIS, WFE</p>	<p>Källa: BIS data</p>																																																																												

Då kontrakt handlas över en börs clearas de centralt via en clearingorganisation eller central motpart. OTC-derivat har historiskt sett avvecklats bilateralt, men efter hand som marknaderna växt har insatser gjorts för att utveckla en mer centraliserad infrastruktur för

³ I slutet av 2009 var det utestående nominella kapitalbeloppet för börshandlade derivat 21,8 miljarder USD (10,6 procent av totalsumman för alla typer av derivat).

avvecklingsprocessen, som i vissa fall har inbegripit användning av centrala motparter.⁴

Figur 3: Utestående derivatkontrakts nominella belopp för USA-rapporterande banker	Figur 4: Derivatverksamheternas omfattning för USA-rapporterande banker																													
 <table border="1" data-bbox="240 517 770 1025"> <caption>Data for Figur 3: Utestående derivatkontrakts nominella belopp</caption> <thead> <tr> <th>Bank</th> <th>Procent</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>JP Morgan</td> <td>35.3%</td> </tr> <tr> <td>Bank of America</td> <td>21.5%</td> </tr> <tr> <td>Citibank</td> <td>19.0%</td> </tr> <tr> <td>Goldman Sachs</td> <td>19.0%</td> </tr> <tr> <td>Wells Fargo</td> <td>1.7%</td> </tr> <tr> <td>Other banks</td> <td>3.4%</td> </tr> </tbody> </table>	Bank	Procent	JP Morgan	35.3%	Bank of America	21.5%	Citibank	19.0%	Goldman Sachs	19.0%	Wells Fargo	1.7%	Other banks	3.4%	<table border="1" data-bbox="818 573 1345 965"> <thead> <tr> <th>Q1, 2010</th> <th>Top 5</th> <th>Total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Notional principal / Assets</td> <td>38</td> <td>21</td> </tr> <tr> <td>Credit exposure / Assets (%)</td> <td>19%</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Credit exposure / Risk-based capital (%)</td> <td>189%</td> <td>106%</td> </tr> <tr> <td>Trading revenue / Gross revenue (%)</td> <td>10%</td> <td>5%</td> </tr> </tbody> </table>	Q1, 2010	Top 5	Total	Notional principal / Assets	38	21	Credit exposure / Assets (%)	19%	11%	Credit exposure / Risk-based capital (%)	189%	106%	Trading revenue / Gross revenue (%)	10%	5%
Bank	Procent																													
JP Morgan	35.3%																													
Bank of America	21.5%																													
Citibank	19.0%																													
Goldman Sachs	19.0%																													
Wells Fargo	1.7%																													
Other banks	3.4%																													
Q1, 2010	Top 5	Total																												
Notional principal / Assets	38	21																												
Credit exposure / Assets (%)	19%	11%																												
Credit exposure / Risk-based capital (%)	189%	106%																												
Trading revenue / Gross revenue (%)	10%	5%																												
Källa: OCC:s kvartalsrapport	Källa: OCC:s kvartalsrapport																													

Avsnitt 2 – Systemriskerna på OTC-derivatmarknaderna

OTC-derivatmarknaderna uppvisar en rad risker – några förekommer även på andra marknader, andra är mer specifika. Dessa har inte alltid hanterats effektivt, med konsekvenser för såväl enskilda institut som den finansiella stabiliteten mer generellt.

⁴ LCH.Clearnet driver SwapClear, som clearar en betydande andel av prophanhandeln med ränteswappar; under det senaste året eller två har flera nya Europabaserade centrala motparter för CDS-instrument startat. Dessutom har insatser gjorts för att införa marknadshjälpmiddel för ordermatchning och bekräftelser (framför allt Deriv/Serv i USA och SwapsWire i Europa), för portföljkomprimering (Sveriges TriOptima), för säkerhetsförvaltning (DTCC och Euroclear) och, kanske viktigast av allt, en databas över handelsinformation (DTCC), som lagrar information om nästan alla CDS-affärer.

Motpartsrisk

Varje bilateralt OTC-derivat genererar motpartsrisk – att motparten fallerar och inte kan fullgöra kontraktsvillkoren. Om en motpart fallerar, ställs den icke-fallerande parten inför en förlust på kontraktet motsvarande kostnaden för att ersätta kontraktet på marknaden till gällande marknadspriser⁵. Marknadsaktörerna har normalt sett försökt att minska denna kreditrisk genom bilateral s.k. nettning och ställande av säkerheter och då utnyttjat juridiska standardavtal på marknaden (t.ex. dem som utarbetas av International Swaps and Derivatives Association (ISDA)).

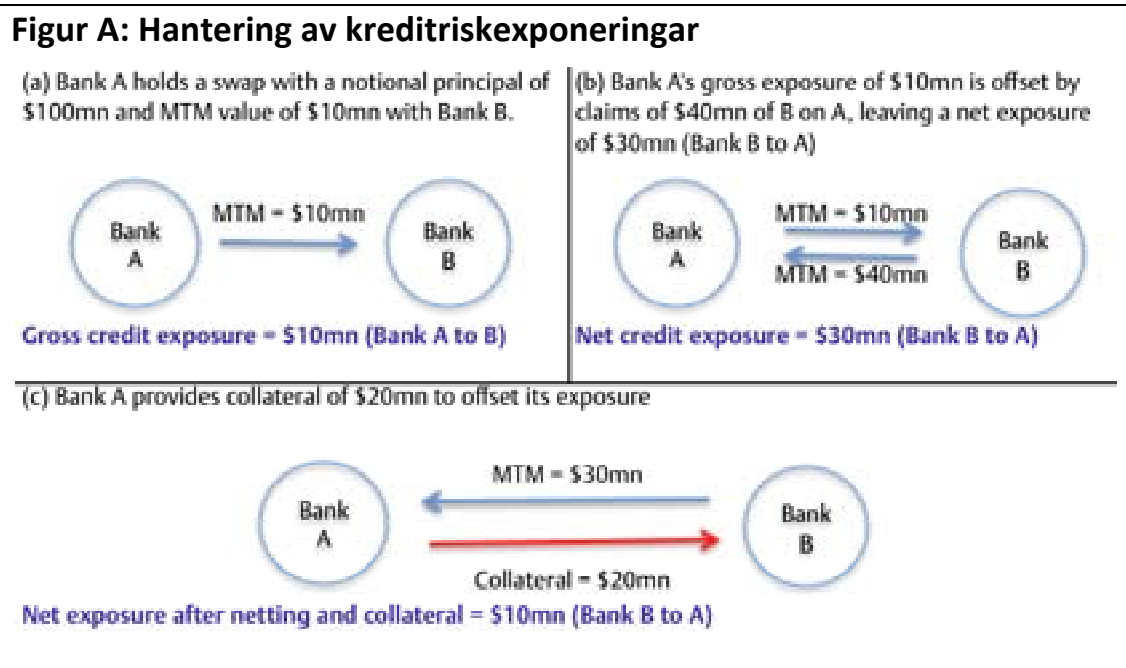
Samtliga transaktioner mellan två motparter som omfattas av sådana avtal blir föremål för bilateral nettning med belopp som dagligen omräknas utifrån gällande marknadspriser. Som visas i figur A nedan kan denna process – som gör det möjligt för ”motpartspar” att kvitta exponeringar över en rad kontraktstyper – ha en betydande inverkan på de bilaterala exponeringarnas omfattning. BIS Data från slutet av 2009 visar att de marknadsvärderade exponeringarna för utestående derivat, efter att hänsyn tagits till nettningen, minskade från 21,6 miljarder USD till bara 3,5 miljarder USD.

För eventuell återstående nettoexponering ställs sedan vanligen säkerhet, där parten med en nettoförpliktelse överför säkerhet för att täcka sin motparts marknadsvärderade fordringar⁶. Avtalen utformas

⁵ Dessutom, om fallissemanget inträffar på avvecklingsdagen, kan den icke-fallerande parten även förlora hela värdet av eventuella betalningsflöden eller värdepapper som ska mottas från motparten.

⁶ Säkerhet ställs vanligen som kontanta medel, och säkerhetsbeloppen omräknas dagligen mellan de större handlande bankerna.

ofta så att säkerhetsarrangemangen kopplas till risken i det underliggande kontraktet eller motpartens kreditkvalitet. Men branschpraxis har varierat. Alla kontrakt har inte omfattats av säkerhetskrav, och för andra har partiell säkerhet ställts, vilket lämnat betydande kreditexponeringar utan säkerhet. Bland de företag som ISDA undersökte för sin *Margin Survey 2010* hade 3,2 biljoner USD i säkerheter ställts, men endast 70 procent av OTC-kontrakten omfattades av säkerhetsavtal. Samtidigt som säkerhetsnivåerna för dessa kontrakt i genomsnitt var 141 procent för hedgefonder, var de mindre än 100 procent för samtliga andra typer av motparter.



Men den återstående motpartsrisk, i förening med vissa instituts dominerande marknadsställning, innebär att en nyckelaktörs fallissemang skulle kunna leda till avsevärda förluster för dess motparter, som kan vara stora nog att hota deras egen överlevnad (genom att utlösa en "dominoeffekt"). Krisen nyligen visade att

motpartsexponeringar kan generera systemrisk före något faktiskt fallissemang. Samtidigt som finansinstituten kanske inte ser något problem med att ha betydande exponeringar mot varandra i goda tider, försöker marknadsaktörerna minska motpartsexponeringarna på alla upptänkliga sätt så snart oro uppstår över specifika enheter eller i hela sektorn. Här inbegrips att kräva ytterligare säkerhet eller vägra att ta på sig ytterligare motpartsexponering i nya affärer. Detta kan snabbt få negativa konsekvenser för enskilda instituts och hela marknadens likviditet. Skärpta säkerhetskrav under stressande förhållanden kan därför få en oönskad procyklisk effekt och stärka ängslan över motpartsexponeringar och i extrema fall påskynda konkurser.

Operativ risk

Efter hand som OTC-marknaderna växt och kontrakten blivit mer komplicerade, har även de operativa riskerna ökat och potentiellt sett blivit systemrisker. Även om processerna i allt högre grad automatiseras för standardiserade OTC-kontrakt och för affärer som clearas via centrala motparter, är det vanligt att nya, exotiska och mindre likvida produkter hanteras manuellt⁷. Detta medför en risk för misstag i hela den samlade transaktionskedjan, för dröjsmål med att bekräfta order och för problem i avvecklingen (t.ex. "nostro breaks", dvs. avvikelser mellan förväntade och faktiska betalningsflöden mellan betalande och mottagande institut). I normala tider ökar dessa operativa frågor sannolikheten för förluster för enskilda institut. I en kris kan de dock få

⁷ De företag som svarade på ISDA:s *Operations Survey 2010* uppgav att 98 procent av kreditderivatkontrakten bekräftades elektroniskt, medan så var fallet för endast 29 procent av aktiederivaten.

systemföljder. Marknadsaktörerna kan få svårt att beräkna och hantera sina positioner och motpartsexponeringar, och marknadernas funktion kan försämrans under en period då prisvolatiliteten och handelsvolymerna kan stiga⁸. Redan innan krisen bröt ut var denna slags oro drivkraften bakom initiativ – anförda av Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) i samarbete med andra regleringsmyndigheter samt branschen – för att minska det växande problemet med eftersläpande orderbekräftelser (eftersom handelsvolymerna steg snabbare än finansinstitutens kapacitet att behandla dem).

Före krisen rådde även osäkerhet om hur robusta de operativa processerna för att hantera en stor marknadsaktörs fallisemang var, inkluderande då den fallerande enheten var en betydande referensenhet i CDS-kontrakt. Även om branschen hade arbetat genom ISDA för att utveckla förfaranden för sådana händelser, stod det på förhand inte klart huruvida marknadsaktörerna skulle använda dem eller hur väl de skulle fungera.

Likviditetsrisk

Även om de inte är unika för derivatverksamheter, skulle de typer av likviditetsrisk som institut kan ställas inför sett till deras derivatportföljer kunna bidra betydligt till likviditetsproblem för drabbade enheter. En risk relaterar till enskilda produkters eller kontraktstypers likviditet (det vill säga tillgången på tillräcklig marknadslikviditet för att kunna stänga eller

⁸ Osäkerhet kring beräkningen av positioner och mätningen av motpartsexponering kan öka incitamenten för marknadsaktörerna att uppträda defensivt och påskynda sina insatser för att minska motpartsexponeringarna.

säkra positioner), den andra med den allmänna finansieringen av ett instituts verksamheter. Ett finansinstituts likviditetsställning kan sättas under tryck till följd av motparters krav på marginalsäkerhet (för att täcka antingen exponeringar som tidigare saknade säkerhet eller nya exponeringar som har genererats av rörelser i marknadspriserna). Motparter kan även begära förtida avslutning av kontrakt, med preferens för kontrakt där de har orealiserade vinster. Ett finansinstitut kan följaktligen uppleva ett ökat behov av kontanta medel för att finansiera sina derivatverksamheter vid en tidpunkt då dess finansieringsställning redan kan vara under tryck.

När det gäller produkt- och marknadslikviditet kan institut få svårt att avveckla eller kvitta positioner på grund av illikvida eller på annat sätt störda marknader. Detta i sin tur förstärker institutens incitament att dra sig ur marknaden, samla likviditet och begära ytterligare säkerhet.

Marknadsrisk

För samtliga typer av derivat kan marknadsrisken – exponeringen för ogynnsamma rörelser i marknadsprisernas nivå eller volatilitet – vara besvärlig att hantera. Svårigheterna i att utforma mer komplexa kontrakt är inte obetydliga och ökar risken för att den marknadsrisk som är förknippad med positioner inte har mätts exakt eller utifrån antaganden, när det gäller prISRörelser och korrelationer, som under stressande förhållanden visar sig vara olämpliga. Detta kan öka risken för oväntade förluster för enskilda institut och, på systemnivå, för skarpare prISRörelser och minskad marknadslikviditet.

Transparens

OTC-derivatmarknaderna har kännetecknats av bristande transparens. Det har varit svårt att komma över information om transaktionspriser. I normala tider och för vissa typer av kontrakt kan detta ge marknadsgaranterna möjlighet att tjäna på prisdiskriminering mellan sina kunder. Under stressande förhållanden kan spreadarna stiga ytterligare och öka marknadens ineffektivitet (och minska likviditeten).

OTC-marknadernas bilaterala natur, i förening med en begränsad upplysningsplikt för reglerade företag⁹, har betytt att marknadsaktörer och regleringsmyndigheter har haft ofullständig information om vilket slags och hur stora positioner som enskilda finansinstitut tagit liksom om motpartsexponeringarna mellan dem. I normala tider kan bristande transparens göra det möjligt för enskilda institut att med begränsade konsekvenser ta på sig stora riskpositioner genom derivatverksamhet. Men i en kris underblåser ovisshet om specifika enheters positioner och riskexponeringar, liksom om deras motparters exponeringar mot dem, osäkerheten, och incitamenten minskar att behålla befintliga positioner eller ta på sig nya (vilket följaktligen inverkar på marknadslikviditeten). Bristande transparens hämmar också de politiska beslutsfattarnas förmåga att göra väl underbyggda bedömningar av konsekvenserna av sina beslut – särskilt av att låta institut gå omkull.

Innan vi går igenom hur OTC-derivatmarknaderna utvecklades under krisen nyligen är det viktigt att påpeka att dessa marknader har

⁹ Därtill kommer att oreglerade företag saknar upplysningsplikt, vilket kan bidra till stora och dolda exponeringar.

betydande fördelar: de främjar skapandet av nya finansiella instrument till förhållandevis låg kostnad och ger, tack vare OTC-derivatens flexibilitet, handlare möjlighet att skrädarsy produkter som tillgodoser enskilda kunders behov. I vilken utsträckning reformförslagen kommer att inverka på dessa aspekter diskuteras i avsnitt 4 nedan.

Avsnitt 3 – Kriserfarenheter

Under krisen nyligen utkristalliserades de systemriskerna som har diskuterats i avsnitt 2. Ett antal aktiva aktörer på OTC-derivatmarknaderna drabbades av nedskrivningar och förluster som hotade deras betalningsförmåga och utlöste en allvarlig likviditetspåfrestning¹⁰. Problemen för dessa enheter och på derivatmarknaderna mer allmänt blev en betydande källa till systemrisk.

Motpartskreditrisk

Efter hand som krisen rullades upp, från och med i mitten av 2007, försökte marknadsaktörerna minska kreditexponeringar utan säkerhet som genererades av deras derivatverksamheter. Några motparter – särskilt hedgefonder – försökte minska exponeringarna genom att medelst s.k. ”nettning genom novation” ersätta kontrakt med de

¹⁰ I några fall – Bear Stearns och Lehman Brothers – var problemen inte direkt hänförliga till bolagens derivatverksamheter (båda drabbades av förluster på bolånepapper och kommersiella fastigheter som väckte frågor om deras förmåga att klara ytterligare förluster och som satte deras kortfristiga finansiering under tryck). AIG:s problem var däremot direkt hänförliga till de derivatpositioner som bolaget hade tagit (CDS-instrument hade utställts på CDO:er – ”Collateralized Debt Obligations” – säkerställda av subprime-krediter). Men för alla tre enheter tog sig försämringen av deras ekonomiska ställning uttryck på derivatmarknaderna.

enheter vars kreditvärdighet hade ifrågasatts.¹¹ Det är känt att Goldman Sachs, Credit Suisse och Deutsche Bank mottog en mängd förfrågningar om att skriva om kontrakt (novation) från Bear Stearns kunder. Mer allmänt började motparter kräva större och bättre säkerhet för att täcka återstående exponeringar. Till exempel begärde, veckan före Lehmans konkurs, enbart JP Morgan under en enda dag (den 9 september) 5 miljarder USD i säkerheter av Lehman Brothers för att täcka (i första hand) sina derivatexponeringar¹². Några krav på säkerhet utlöstes av händelser som var definierade i ramavtal, såsom kreditbetygssänkningar (ett särskilt problem för AIG, vars kreditbetyg först sänktes 2005 och sedan igen 2008 och som under det senare året ställdes inför säkerhetskrav på över 50 miljarder USD).

Förutom att underblåsa marknadsspekulation mot bestämda företag, lämnade motparter insatser för att minska motpartskreditexponeringar för derivat på det hela taget ett betydande bidrag till det likviditetstryck som till slut utlöste flera stora instituts konkurser 2008.

Operativ risk

Eftersom det verkade alltmer troligt att en stor marknadsaktör skulle gå i konkurs, började marknadsaktörer och politiska beslutsfattare bekymra sig över robustheten i de befintliga förfarandena för att sköta en ordnad avveckling av en betydande derivatportfölj och stänga CDS-instrument som refererade till ett fallerande finansinstitut. Denna oro intensifierade

¹¹ Nettning genom novation innebär ersättning av alla avtal mellan två parter med ett enda avtal och en nettobetalström.

¹² Se s. 1125 ff. i Valukas rapport om Lehman Brothers konkurs.

marknadsaktörernas insatser för att i förebyggande syfte (genom novation) förnya kontrakt som inbegrep Bear and Lehman. Den bidrog även till de amerikanska myndigheternas beslut att rädda Bear Stearns och AIG. Endast Lehman Brothers tilläts gå i konkurs (ett beslut som fattades trots stor osäkerhet om dess följder för derivatmarknaden och andra marknader). Kort före konkursen anordnades en särskild handelssession för att identifiera och avveckla affärer som inbegrep Lehman¹³, som dock endast ledde till att en liten andel av de utestående affärerna ersattes. Efter konkursen hjälpte komprimering av affärer i CDS-swappar till att minimera följdverkningarna, men kostnaderna för att etablera nya positioner på stressade marknader tycks ha varit betydande¹⁴ även om förlusterna på derivatfordringar var mer begränsade. Några av Lehmans positioner hade clearats centralt – i synnerhet ränteswappar via LCH Clearnet – och avvecklades under de följande dagarna till begränsad kostnad (som mer än täcktes av den marginalsäkerhet som Lehman hade ställt).

Transparens

Under krisen växte oron över snårskogen av bilaterala exponeringar på OTC-derivatmarknaden – och över konsekvenserna av en eller flera marknadsaktörers fallissemang –, men marknaden och myndigheterna hade föga information om brutto- eller nettoexponeringarna mellan

¹³ Sessionen hölls för att ge motparterna möjlighet att fastställa en förteckning över derivataffärer där Lehman var motpart och avveckla dem genom att ingå kvittande ersättningsaffärer med varandra (för att "kringgå" Lehman).

¹⁴ I en undersökning som Moodys genomförde av stora kreditvärderade banker och försäkringsföretag konstaterades att de gjorda förlusterna uppgick till hundratals miljoner dollar för ett antal stora handlare.

motparter. Vid tidpunkten för sitt fallissemang var Lehman motpart i cirka 900 000 affärer med ett positivt nettovärde av omkring 21 miljarder USD – även om detta blev känt först i efterhand. Mer allmänt var det omöjligt att med någon visshet på förhand bedöma i vilken utsträckning andra finansinstitut riskerade att lida förluster till följd av en central marknadsaktörs fallissemang. Finansinstituten försökte därför med alla till buds stående medel minska motpartsexponeringarna över hela linjen (säkerheterna bakom OTC-kontrakt fördubblades under 2008¹⁵). Sådan osäkerhet bidrog till den rusning som skett till investmentbanker med inriktning på stora företagskunder.

Sammantaget bidrog osäkerhet om hur motparter och marknader skulle påverkas av deras konkurs, inbegripet av följdverkningar som var direkt förknippade med OTC-derivatmarknaderna, till de amerikanska myndigheternas beslut att rädda Bear Stearns och i synnerhet AIG.

Avsnitt 4 – Riskbegränsning

Den senaste tidens globala finansiella instabilitet har förbättrat utsikterna att reformera OTC-derivatmarknaderna för att ta itu med de risker som identifierats i avsnitten 2 och 3. Det övergripande målet har varit att se till att en mer betydande andel av OTC-kontrakten clearas centralt i framtiden. De centrala motparternas viktigaste särdrag redovisas i ruta A nedan, och sedan bedöms den roll som de skulle kunna spela för att begränsa systemriskerna.

¹⁵ ISDA har uppskattat att säkerheterna i samband med transaktioner med OTC-derivat ökade från 1,3 biljoner USD 2006, till 2,1 biljoner USD 2007 och till 4,0 biljoner USD 2008, innan de föll tillbaka till 3,2 biljoner USD.

Motpartsrisk

Förespråkarna för centrala motparter hävdar att deras användning skulle kunna minska motpartskreditexponeringarnas omfattning. Även om bilateral nettning redan används i stor utsträckning på OTC-marknaderna¹⁶, skulle, om kontrakten clearades centralt, nettningen ske på multilateral basis och ännu större minskningar av motpartsexponeringarna kunna uppnås. Det vill säga, de centrala motparterna kan lägga samman och netta varje aktörs bilaterala nettopositioner mot andra aktörers för att minska nettoexponeringarna ytterligare. Detta åskådliggörs i figur B nedan, som jämför inverkan på enskilda och aggregerade motpartsexponeringar mellan fyra banker då transaktionerna nettas bilateralt och via en central motpart. Men det är viktigt att framhålla att det förenklade exemplet – som jämför en värld där samtliga derivat är "OTC" med en där samtliga clearas centralt av *en enda* central motpart – kan överdriva de vinster som uppstår i verkligheten. I själva verket har simuleringar visat att det, då verksamheten är uppsplittrad på flera centrala motparter, faktiskt kan öka motpartskreditexponeringarna om bara en del kontrakt handlas genom centrala motparter¹⁷.

¹⁶ Dessutom finns det marknadshjälpmiddel för att minska det utestående nominella kapitalbeloppet: TriOptima och CreditEx eliminerade mer än 30 biljoner USD i nominellt kapitalbelopp i CDS-instrument – eller tre fjärdedelar av det utestående beloppet 2008 – genom såväl sammanläggningar som delningar av kontrakt i syfte att minska antalet icke-nödvändiga kontrakt.

¹⁷ Marknadsaktörerna kan få fortsätta att handla vissa kontrakt bilateralt "OTC" och andra genom olika centrala motparter. Det skulle således bli en blandning av bilateral och multilateral nettning, men nettningsfördelarna (även när det gäller multilateral nettning) kan minska i och med nettningens uppsplittring på olika centrala motparter. (Se Hull (2010) samt Duffie och Zhu (2010) för praktiska exempel.)

Ruta A: Centrala motparter

De centrala motparternas främsta syfte är att minimera exponeringarna för motpartskreditrisk inom olika marknader. På marknader som clearas centralt via en central motpart gäller att när två aktörer ingår en affär överlämnas denna till den centrala motparten och ersätts av två affärer, varvid den centrala motparten träder emellan aktörerna. Härigenom överförs den kreditrisk som genereras av transaktionen från de ursprungliga motparterna i affären till den centrala motparten.

Den centrala motparten hanterar sedan sin kreditrisk genom att kräva att medlemmarna ställer säkerheter i form av både initial- och marginalsäkerhet. Marginalsäkerheten täcker förändringar i motpartsexponeringen på grund av förändringar i nettomarknadsvärdet av motpartens utestående kontrakt med den centrala motparten.

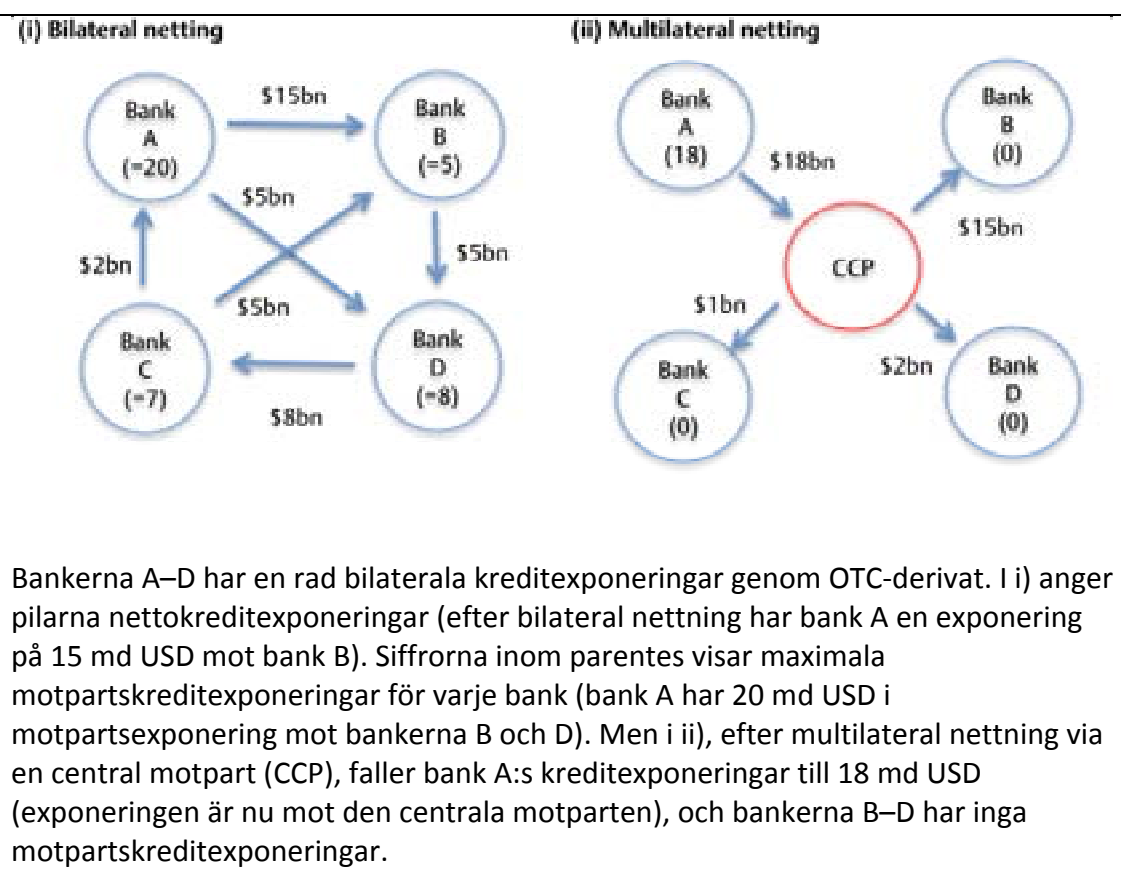
Initialsäkerheten är ett självständigt förskottsbelopp avsett att utgöra en nödbuffert mot att positioner stängs när en medlem fallerar. I händelse av fallissemang måste den centrala motparten säkra eller avveckla sina affärer med den fallerande medlemmen på marknaden utan att lida en förlust. Detta blir beroende av dels likviditeten och marknadsrisken i den centrala motpartens positioner med den fallerande medlemmen, dels tillgången på djupa och likvida marknader för att säkra eller sälja positioner.

Av detta skäl har centrala motparter historiskt sett använts för att cleara börshandlade produkter (avista- och derivatprodukter) då de underliggande marknaderna är likvida, och de centrala motparternas inträde på OTC-derivatmarknaderna har varit begränsat (t.ex. ränteswappar i SwapClear).

Oavsett vilka slutliga fördelar – om sådana finns – multilateral nettning har, hävdar förespråkarna för att använda centrala motparter att dessa sannolikt hanterar motpartskreditrisk rigorösare och mer konservativt. I

synnerhet – i kontrast till den bilaterala OTC-derivatmarknaden före krisen, där exponeringar ofta lämnades utan säkerhet – kräver centrala motparter att positionernas marginalsäkerheter förnyas dagligen, och de uppställer även konservativa initialsäkerhetskrav.

Figur B: Fördelar med multilateral netting



Dessutom inrättar centrala motparter ofta förlustdelningsordningar där samtliga medlemmar måste bidra till en garantifond som kan användas för att täcka förluster som uppstår då initialsäkerheten, i händelse av fallissemang, inte räcker till för att täcka förluster för den centrala motparten. Det hävdas att denna ömsesidiga förlustdelning minskar risken för att en marknadsaktörs fallissemang ska orsaka stora förluster för en annan motpart och en kedja av därmed sammanhängande

fallisemang. Detta skulle kunna skapa en positiv återkopplingseffekt: marknadsaktörerna skulle ha minskade incitament att i föregripande syfte (genom novation) förnya kontrakt med till synes svaga motparter (något som ökade trycket på Bear, Lehman och AIG).

Men det finns ett antal skäl till försiktighet. Det är långtifrån klart att centrala motparter har bättre förmåga att prissätta och hantera den risk som är förknippad med de positioner medlemmarna tar på sig (eller riskerna i deras balansräkningar). Som Pirrong menar¹⁸, är den risk som är förknippad med varje kontrakt kopplad till en central motparts förmåga att värdera den riktigt – som grund för tillräcklig säkerhet – men även till sannolikheten att motparten fallerar (liksom till växelspelet mellan dessa risker). Eftersom de kontraktstyper som centrala motparter måste värdera blir alltmer exotiska – en naturlig konsekvens av övergången till en mer central clearing – kommer svårigheterna med att värdera dem att stiga. Dessutom kommer centrala motparter alltid att ha mer begränsad information om riskerna i medlemmarnas balansräkningar än medlemmarna själva. Sammantaget innebär det att clearingorganisationerna riskerar att göra oförmånliga val (s sofistikerade marknadsaktörer kan besitta förmåga att bedöma vilka risker clearingorganisationer har under- respektive överprissatt¹⁹ och kommer att handla alltmer i de förra, varvid den centrala motparten exponeras för större fallissemangsförluster än vad dess modeller förutsäger).

¹⁸ Se Pirrong (2010).

¹⁹ Eller som avdelas *för stora* eller *för små* marginalsäkerheter.

Dessutom kan enskilda medlemmars kostnader för att ikläda sig mer risk genom derivatpositioner minska givet mekanismerna för ömsesidig riskdelning²⁰. På en OTC-marknad måste ett finansinstitut godkänna varje transaktion för sig och prissätta varje kontrakt med hänsyn tagen till motpartsrisken i varje enskilt fall. På en marknad för clearade kontrakt internaliserar enskilda finansinstitut inte den risk för fallissemang som är förknippad med ingåendet av ett ytterligare kontrakt, utan risken delas med den centrala motpartens övriga medlemmar (vilka i sin tur är likgiltiga för fallissemangsförluster som härrör från en annan enskild handlares affärer). Detta kan försämra disciplinen på marknaden och kommer att tendera att öka de risker som den centrala motparten ikläder sig.

Operativ risk

Den ökade standardisering av kontrakt och automatisering av processer som blir följden av en mer utbredd användning av centrala motparter för OTC-derivat bör minska den operativa risken såväl i den dagliga verksamheten som i kristider. Endast produkter som är tämligen utbytbara kan clearas centralt, och då kontrakt clearas centralt måste avvecklingsprocesserna slutföras snabbt och exakt, vilket kräver en högre grad av automatisering.

Likaså bör den operativa risken i hanteringen av motparters fallissemang minska. Den rådande situationen, där marknadsaktörerna får agera mot

²⁰ Clearingorganisationer har begränsade möjligheter att avvisa kontrakt eller att använda prisdiskriminering, och även om medlemmarna kontrolleras vid inträdet, kan centrala motparter i allmänhet inte upphöra att handla med dem med hänvisning till motpartsrisken (såvida medlemmarna inte underlåter att tillmötesgå kraven på marginalsäkerhet).

en fallerande motpart bilateralt och följaktligen har ett incitament att lägga beslag på säkerheter eller tvinga en motpart till fallissemang då det passar deras egna intressen, kan leda till förvirring och osäkerhet.

Om OTC-derivat däremot clearas centralt, kan den centrala motparten hantera fallissemang som en enda process i stället för som en snårskog av konkurrerande fallissemangförfaranden. Den centrala motparten blir tvungen att på förhand fastställa förfaranden för hantering av fallissemang som är överblickbara för samtliga marknadsaktörer och som ger dem en högre grad av förvisning om att deras positioner är skyddade mot fallissemang. Den centrala motparten behöver givetvis avveckla den fallerande medlemmens portfölj, vilket kan tynga marknaden. Men den centrala motpartens åtgärder och den tid som behövs för att stänga en fallerande medlems portfölj kan läggas upp så att inverkan på marknadens funktion och priser minimeras.

Likviditetsrisk

En rutinmässig och konsekvent tillämpning av marginalsäkerheter på samtliga kontrakt som clearas via centrala motparter bör minska sannolikheten för finansieringssvårigheter kopplade till derivatverksamhet. Eftersom det inte uppstår några direktexponeringar mellan medlemmar vid kontrakt som clearas centralt, finns det inget incitament för medlemmar att skynda sig att täcka kreditexponeringar eller (genom novation) förnya eller avsluta kontrakt i förtid. Då en central motpart tillämpar konservativa marginalsäkerhetskrav, bör säkerhetskravens potentiella procyklikalitet i själva verket minska (till exempel är den betydande förändring av kraven på säkerheter som ägde

rum under krisen för OTC-derivatexponeringar för vilka partiell säkerhet hade ställts inte längre trolig)²¹. Den likviditetsrisk som är kopplad till marknadens djup och funktion kan också minskas genom olika mekanismer (t.ex. leder ökad standardisering till mer likvida marknader, och minskad motpartskreditrisk skapar bättre förutsättningar för marknaden att fungera under stressande tider).

Transparens

En mer utbredd användning av central clearing kan även bidra till förbättrad transparens. En central motpart bör ha goda möjligheter att samla in ständigt uppdaterad information om medlemmarnas handel (inbegripet transaktionspriser och efterföljande omvärderingar) och deras resulterande marknadsexponeringar, liksom, på aggregerad nivå, uppgifter om marknadsaktiviteten (volym, värden osv.). Vinsterna för transparensen blir givetvis beroende av i vilken utsträckning de centrala motparterna delar med sig av information utåt (liksom av graden av jämförbarhet mellan olika centrala motparter).

Avsnitt 5 – Politiska reforminitiativ

Det har funnits en bred samsyn om behovet av åtgärder för att reformera OTC-derivatmarknaderna och i synnerhet om det önskvärda i en mer framträdande roll för centrala motparter. Framstegen med att utarbeta och genomföra reformer har varit förhållandevis snabba.

²¹ Viss procykliskitet finns sannolikt kvar, såtillvida att centrala motparter är tvungna att reagera på prisrörelser genom att begära ytterligare säkerhet.

Internationellt sett enades G20-ledarna i september 2009 i Pittsburgh om att samtliga *standardiserade* OTC-derivat ska clearas centralt senast i slutet av 2012 och att eventuella återstående bilateralt clearade affärer ska åsättas högre kapitalkrav²². I Toronto, i juni 2010, gjordes ytterligare åtaganden om att se till att centrala motparter och centrala transaktionsregister (trade repositories) uppfyller globala standarder och att nationella reglerings- och tillsynsmyndigheter har tillgång till behövlig information samt om att eftersträva politiska åtgärder kring säkerhetsförvaltning för att minska procyklikaliteten och stärka finansmarknadens motståndskraft. Financial Stability Board (FSB) gavs i uppdrag att avge rekommendationer om hur de överenskomna målen kan nås och lade fram en rapport inför G20-toppmötet i Seoul (november 2010)²³. Rapporten innehåller rekommendationer om hur den standardiserade delen av marknaden kan utökas för att stödja börshandel och central clearing; om central clearing, bland annat kriterier för att avgöra vad som bör clearas (samt riskhanteringskrav för marknader för icke-clearade kontrakt), samt om tillsyn, övervakning och reglering av centrala motparter; om behövliga åtgärder för att öka börshandeln, och, till sist, om hur en snabb och omfattande insamling och rapportering av uppgifter kan säkerställas. FSB gavs även i uppdrag att följa framstegen med genomförandet fram till tidsgränsen i slutet av 2012 och ska rapportera om detta i mars 2011.

²² Man enades även om att handeln ska äga rum på elektroniska handelsplattformar eller, i tillämpliga fall, på börser och att information om samtliga bilateralt clearade kontrakt ska rapporteras till centrala transaktionsregister (trade repositories).

²³ Se FSB:s rapport *Implementing OTC Derivatives Market Reforms* (oktober 2010).

Samtidigt, i juli 2010, antog de amerikanska lagstiftarna den s.k. Dodd-Frank-lagen (se ruta B nedan). Lagen stadgar att samtliga OTC-derivat som kan, ska clearas centralt (*och* handlas över en börs). Lagen bemyndigar Securities and Exchange Commission (SEC) och Commodity Futures Trading Commission (CFTC) att reglera samtliga derivatmarknader och ger dem ett år för utarbetandet av nödvändiga tillämpningsföreskrifter (denna process ska slutföras senast sommaren 2011).

Samtidigt lade Europeiska kommissionen i september 2010, efter ett samrådsförfarande, fram ett förslag till förordning om reform av OTC-derivatmarknaden. Även här föreslogs att samtliga standardiserade kontrakt ska clearas via centrala motparter (men inga krav uppställdes på börshandel). Förordningen väntas träda i kraft i slutet av 2012, efter behandling av Europaparlamentet och EU:s medlemsstater.

Parallellt undersökte en arbetsgrupp som inrättats av Kommittén för betalnings- och avvecklingssystem (CPSS) och Internationella organisationen för värdepapperstillsyns (IOSCO) tekniska kommitté tillämpningen av CPSS:s/IOSCO:s Recommendations for Central Counterparties från 2004, som tidigare inte specifikt hade berört clearingförfaranden för OTC-derivat. Dess riktlinjer offentliggjordes i maj 2010 och är avsedda att hjälpa berörda myndigheter att avgöra huruvida centrala motparter inom deras behörighetsområde motsvarar nödvändiga effektivitets- och säkerhetsstandarder.

Ruta B: Viktiga inslag i	
<p data-bbox="228 286 794 331">Dodd-Frank-lagen (juli 2010)</p> <p data-bbox="228 383 794 454">SEC och CFTC ges ansvaret för att reglera OTC-derivat.</p> <p data-bbox="228 506 794 577">Central clearing och börshandel krävs för derivat som kan clearas centralt.</p> <p data-bbox="228 629 794 786">Krav på insamlande och offentliggörande av uppgifter genom clearingorganisationer eller swapregister.</p> <p data-bbox="228 837 794 994">Regleringsmyndigheter bemyndigas att lägga kapital- och marginalsäkerhetskrav på swaphandlare och -aktörer (men inte på slutkunder).</p>	<p data-bbox="798 286 1364 331">EU:s förslag (september 2010)</p> <p data-bbox="798 383 1364 454">Samtliga standardiserade derivatkontrakt ska clearas via centrala motparter.</p> <p data-bbox="798 506 1364 622">Centrala motparter omfattas av uppföranderegler samt harmoniserade organisations- och försiktighetskrav.</p> <p data-bbox="798 674 1364 790">Icke-standardiserade derivat blir föremål för riskhantering (inbegripet kapitalkrav samt krav i fråga om operativ risk).</p> <p data-bbox="798 842 1364 913">All OTC-derivathandel i EU rapporteras till centrala transaktionsregister.</p> <p data-bbox="798 965 1364 1155">Fullständig förmedling av uppgifter från centrala transaktionsregister till regleringsmyndigheter i EU; offentliggörande av aggregerade uppgifter per derivattyp.</p> <p data-bbox="798 1207 1364 1364">Den nya europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) ska utöva tillsyn över de centrala transaktionsregistren.</p> <p data-bbox="798 1415 1364 1637">– Tillämpningsområde: samtliga finansiella företag samt icke-finansiella företag med stora positioner i OTC-derivat, utom då dessa används för att begränsa risk som härrör från normal kärnaffärsverksamhet.</p>

Samtidigt granskar Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) behandlingen av samtliga derivat enligt "Basel III", där OTC-derivat som inte clearas centralt kommer att åsättas högre kapitalkrav.

Även om samsynen om de breda förslagen hittills har varit anmärkningsvärt stor, återstår fortfarande ett antal viktiga frågor – som kommer att hjälpa till att avgöra huruvida reformerna ger de förväntade fördelarna – att ta itu med. De politiska vägval som görs kommer att påverka huruvida strävan mot central clearing leder till nettofördelar – i synnerhet huruvida de troliga kostnader som är förknippade med övergången vägs upp av fördelarna sett till systemrisken.

I själva verket är det viktigt att framhålla att övergången till central clearing skulle kunna öka de kostnader som är förknippade med OTC-derivattransaktioner (särskilt för vissa kundkategorier)²⁴. Myndigheterna måste därför ta hänsyn till i vad mån en eventuell negativ inverkan på utbudet av derivat och deras pris – med potentiella följdverkningar på därmed sammanhängande kredit- och tillgångsmarknader – kompenseras av vinster i form av minskad systemrisk.

i) Vilka derivat ska clearas?

Inledningsvis syftade reforminitiativen till att göra kravet på central clearing allomfattande (sett till produkter och motparter). Man menade att det behövdes ett sådant angreppssätt för att garantera att samtliga transaktioner som skulle kunna bidra till systemrisk fångades in. Men de operativa svårigheterna med och potentiella kostnaderna för detta helhetsgrepp har blivit tydligare.

²⁴ En IMF-grupp uppskattar att om man räknar samman initial- och tilläggssäkerheter samt garantifondskostnader och gör antaganden om den ökande volymen OTC-affärer som görs via centrala motparter, skulle de ytterligare kostnaderna för marknadsaktörerna kunna vara så höga som 150 miljarder USD (Global Financial Stability Report, april 2010).

Varken USA:s eller EU:s reformer gick till slut så långt som till att föreskriva central clearing för samtliga OTC-derivat, utan i stället valdes ett angreppssätt där clearing krävs för kontrakt som kan clearas centralt, med parallella insatser för att öka andelen sådana kontrakt.

Det behövs även lämpliga kriterier och smidiga processer för att identifiera kontrakt som kan clearas centralt. I FSB:s rapport anges kriterier som bör beaktas för att avgöra huruvida ett OTC-derivat är standardiserat eller inte²⁵. I EU:s förslag redogörs för en planerad dubbel "bottom up"- och "top down"-process. Enligt den förra beslutar en central motpart att cleara vissa kontraktstyper och begär tillåtelse att göra det av berörd nationell myndighet (ESMA avgör därefter huruvida en clearingskyldighet bör gälla för alla sådana kontrakt inom EU). Enligt "top down"-metoden avgör ESMA och Europeiska systemrisknämnden (ESRB) vilka kontrakt som bör omfattas av clearingskyldigheten²⁶. Det är viktigt att inse att denna process blir mer än bara en operativ övning, eftersom det kommer att krävas vissa väl avvägda bedömningar av kostnaderna och fördelarna – även för den finansiella stabiliteten – av att cleara alltmer exotiska och skräddarsydda kontrakt centralt.

Vissa befintliga bilaterala kontrakt skulle sannolikt kunna standardiseras ytterligare och läggas till dem som kan omfattas av clearingkravet.

Ytterligare standardisering av handelsmetoder och kontrakt på CDS-marknaden har redan uppnåtts och sådana vinster bör kunna replikeras

²⁵ Nämligen graden av standardisering av en produkts kontraktsvillkor och operativa processer, djupet och likviditeten på marknaden för produkten samt tillgången på rättvisa, tillförlitliga och allmänt accepterade prissättningskällor.

²⁶ I Dodd-Frank-lagen specificeras att regleringsmyndigheterna och clearingorganisationerna blir ansvariga för denna process.

på andra segment.²⁷ Central clearing av mer skräddarsydda kontrakt kanske inte är klokt från kostnads- eller systemrisksynpunkt.

Samtidigt kommer myndigheterna att behöva överväga hur man ska se till att clearingtjänster för de avtal som de anser ska omfattas finns tillgängliga. Hittills har centrala motparter tenderat att erbjuda clearingtjänster endast för de mest standardiserade och mest omsatta kontrakten (t.ex. ränteswappar). Nyligen har befintliga centrala motparter lanserat ytterligare clearingtjänster, och flera nya centrala motparter har inlett verksamhet²⁸, men de politiska beslutsfattarna måste bestämma sig för hur de vill driva denna process framöver om förteckningen över clearinggodtagbara kontrakt skulle växa snabbare än kapaciteten att cleara dem.

Debatten fortsätter om huruvida vissa slutkunder – särskilt icke-finansiella företag – bör undantas och hur undantaget bör utformas. Förespråkarna menar att de kostnader som är förknippade med ett krav på central clearing är hindrande och överdrivna givet den låga systemrisk som företagen innebär (i förhållande till de handlande bankerna). Om slutkunder som är företag måste cleara sina derivat centralt ökar sannolikt deras kostnader, särskilt för marginalsäkerhetskraven (givet att de ställda säkerheterna på bilaterala

²⁷ Detta uppstod under en period av ungefär fem år, som ett resultat av ansträngningar gjorda av marknadsaktörer och branschorganisationer (uppmuntrade av tillsynsmyndigheterna) för att standardisera både produkterna (särskilt avtalsvillkor) och processer i vad som är en betydande och starkt koncentrerad del av marknaden. Att replikera detta i andra segment kommer naturligtvis kräva både tid och prioriteringar.

²⁸ En rad nya centrala motparter som hanterar CDS-kontrakt har nyligen inlett verksamhet: ICE Trust (USA) i mars 2009, ICE Clear Europe och Eurex Credit Clear i juli 2009 samt LCH Clearnet (Frankrike) i mars 2010.

marknader har tenderat att vara partiella och de godtagbara slagen av säkerheter fler än vad centrala motparter godtar)²⁹. Under vissa omständigheter kan dock slutkunder bli en källa till systemrisk³⁰. Kravet på central clearing kommer därför att tillämpas på slutkunder, men med potentiellt sett vidsträckta undantag: i USA för enheter med begränsad derivatverksamhet och i EU för dem som bedöms ligga under systemviktiga tröskelvärden.

Trots osäkerhet inledningsvis har en samsyn växt fram om att vissa transaktioner (och slutkunder) kan undantas från kravet på central clearing, om målet är att minska systemrisken. Även om det, vilket konstateras i EU:s förslag, krävs omsorgsfull hantering för att garantera att samtliga systemrelevanta transaktioner omfattas och för att utesluta möjligheter till s.k. regelarbitrage. FSB:s rapport belyser även vikten av att förbättra metoderna för riskhantering av produkter som inte är tillräckligt standardiserade för central clearing.

ii) Hur bör clearinglandskapet se ut?

Clearingbranschens framtida utformning – det vill säga antalet centrala motparter, deras geografiska läge, juridiska och affärsmässiga strukturer, ägande osv. – kommer att inverka på i vad mån satsningen på central clearing av OTC-derivat gagnar den finansiella stabiliteten. I

²⁹ Även om dessa kan uppvägas om den större överblickbarhet som central clearing och andra reformer medför ökar konkurrensen mellan säljarna av derivatprodukter och följaktligen förbättrar prissättningen för slutkunderna.

³⁰ Exemplet på slutkunders derivatförluster med potentiella systemkonsekvenser inbegriper dem på valutaderivat av brasilianska och mexikanska bolag 2008, som har uppskattats till 25 miljarder USD respektive 4 miljarder USD och som ledde till att Commercial Mexicana, Mexikos tredje största livsmedelskedja, gick i konkurs, samt China Aviation Oils konkurs 2004, med förluster på mer än 550 miljoner USD på oljederivat.

teorin skulle ett litet antal centrala motparter kunna minska marknadsaktörernas kostnader för central clearing³¹ och maximera de aggregerade vinsterna med multilateral nettning. Fördelar skulle även kunna uppnås i form av garanterat lika villkor och minskad möjlighet till regelarbitrage. Men att ha bara en eller två centrala motparter skulle kunna hämma innovationen och konkurrensen samt, sett till den finansiella stabiliteten, kunna leda till en oacceptabel koncentration av fallissemangs- och avvecklingsrisk i en enda enhet (vars konkurs skulle få en enorm inverkan på derivatmarknaden och andra marknader).

I verkligheten börjar de politiska beslutsfattarna inte från noll: det finns tiotals centrala motparter globalt – koncentrerade till USA och centrala europeiska finanscentrum – med skiftande juridiska (några är fristående, andra dotterbolag i större koncerner), affärs- (några är knutna till börser, andra inte) och ägarstrukturer (några är privatägda, andra ägs av medlemmarna). Genom att fastställa standarder och rättsregler kan de politiska beslutsfattarna i viss mån försöka omdana systemet.

En fråga som de politiska beslutsfattarna tillfälligt tycks ha lagt åt sidan handlar om det önskvärda i mekanismer som skulle sammanlänka enskilda centrala motparter. Sådana mekanismer skulle kunna bidra till att uppnå några av fördelarna motsvarande vad som är fallet vid förekomsten av en enda central motpart genom att tekniskt sammankoppla flera centrala motparter med varandra, varvid medlemmarna bland annat får möjlighet att tillgodoräkna sig positionerna hos olika centrala motparter i syfte att minska sina totala

³¹ Varje handlare skulle behöva ansluta sig till endast en i stället för flera centrala motparter och således betala lägre transaktionsavgifter (centrala motparter har höga fasta kostnader; genomsnittskostnaden per transaktion sjunker följaktligen med ökade volymer).

marginalsäkerhetskrav. Förutom att det finns olika hinder sett till tekniska och juridiska frågor samt riskhanteringen, behövs en omsorgsfull granskning av vilken inverkan sådana sammanlänkningar skulle få på systemrisken. I synnerhet skulle det inte gagna den finansiella stabiliteten om sammanlänkningar mellan enskilda clearingorganisationer i en kris blev potentiella "spridningsvägar", så att problem hos en central motpart kunde hota andra centrala motparter.

iii) Hur kan centrala motparter regleras och övervakas?

Ett ökat användande av centrala motparter – och koncentrationer inom det centrala motpartssystemet – betyder att de oundvikligen kommer att bli allt viktigare för systemet, samtidigt som de även ikläder sig mer risk. Det är därför väsentligt att behöriga myndigheter kan underkasta dem en effektiv reglering, tillsyn och övervakning.

OTC-derivatmarknadernas och clearingsystemets gränsöverskridande natur betyder att det behövs en effektiv samordning mellan nationella och andra behöriga myndigheter. Olika internationella och nationella initiativ har specificerat minimistandarder, vilka CPSS:s/IOSCO:s riktlinjer redogör för mer ingående. De behöver tillämpas konsekvent för att garantera lika villkor och minimera möjligheterna till regelarbitrage. Samtidigt som krisen nyligen åskådliggjorde att samordningen mellan de behöriga myndigheterna i ett antal länder inte var optimal, kommer framöver regleringen, tillsynen och övervakningen av centrala motparter att delas upp mellan olika organ – nationellt och regionalt. I EU måste de nationella behöriga myndigheterna även säkerställa en effektiv samordning med den nyinrättade europeiska värdepappers- och

marknadsmyndigheten (ESMA). Att derivatmarknaderna, deras aktörer och de centrala motparterna själva verkar i en gränsöverskridande miljö komplicerar saker och ting ytterligare.

Det står klart att centrala motparter både kommer att ikläda sig mer risk och bli viktigare för systemet. Och det är tämligen sannolikt att en eller fler centrala motparter i framtiden hamnar i svårigheter och att det skulle kunna bli en källa till systeminstabilitet³².

Regleringsmyndigheterna måste se till att samtliga centrala motparter har robusta interna arrangemang för att hantera en mängd chocker. Men de behöriga myndigheterna måste även se över och förbättra sina egna arrangemang för att försäkra sig om att de är lämpliga för att hantera problem i centrala motparter.

Utformningen och genomförandet av effektiva principer för centrala motparters hantering av problem som uppstår hos ett medlemsinstitut kräver noggranna överväganden. Så snart finansinstitut har uppfyllt de initiala inträdeskraven för att bli medlemmar har centrala motparter normalt sett liten direkt kontroll över de affärer de ingår och kan heller inte vidta beslutsamma åtgärder – som att utesluta clearingmedlemmen – för att skydda sig mot ett potentiellt fallissemang³³.

³² Problem hos en central motpart skulle inte vara någonting nytt. IMF (2010) och Pirrong (2010) ger bakgrunden till ett antal fall då centrala motparter har varit nära att gå eller faktiskt gått i konkurs. Av särskilt intresse är de problem som CME och Options Clearing Corporation (OCC) ställdes inför efter kraschen på aktiemarknaden 1987, då det krävdes snabba åtgärder av de amerikanska myndigheterna – särskilt Federal Reserve – för att avvärja en katastrof.

³³ Även då de får vidta sådana åtgärder är det viktigt att inse att det finns hinder för att göra så, givet att åtgärderna skulle kunna utlösa enhetens fallissemang och följaktligen medför ett tungt ansvar (och därmed förknippad juridisk risk).

I fråga om buffertar är det, förutom att se till att centrala motparter tillämpar lämpliga principer för att beräkna och inhämta marginalsäkerheter, nödvändigt att nå enighet om den optimala storleken på och struktur för s.k. obeståndsfonder. I EU:s förslag fastslås att obeståndsfonden ska vara så stor att den "säkerställer att den centrala motparten klarar att den clearingmedlem som den har störst exponering mot fallerar eller också att den andra och tredje största clearingmedlemmen gör det, om deras sammanlagda exponering är större"³⁴. När policy utarbetas på detta område är det viktigt att framhålla incitamenteffekterna av att lägga vikt vid marginalsäkerheter och obeståndsfonden³⁵. Men en på förhand finansierad obeståndsfond blir sannolikt effektivare än andra modeller (t.ex. försäkring), inte bara genom att den skapar lämpliga incitament, utan även som källa till styrka och likviditet i en kris.

I extrema fall kan centrala motparter behöva likviditetsstöd från centralbanker. Följaktligen behöver det i förväg klargöras vilken eller vilka centralbanker som ansvarar för respektive centrala motpart – givet de gränsöverskridande verksamheterna – och vilka villkor som är förenade med tillträdet till sådana fonder. På liknande sätt vore det önskvärt med utökade befogenheter att ingripa i och avveckla problemfyllda centrala motparter, så att offentliga myndigheter kan

³⁴ Samtidigt som de totala medlen ska vara tillräckliga för att "bära att de två clearingmedlemmar som [den centrala motparten] har störst exponering mot råkar i obestånd och ska säkerställa att den centrala motparten kan bära plötsliga utförsäljningar och snabbt minskad marknadslikviditet".

³⁵ Marginalsäkerhetskrav kan inskränka och sätta ett tak för de affärer en medlem kan göra (och således begränsa en central motparts exponering mot den medlemmen) och på annat sätt begränsa risktagandet, vilket minskar sannolikheten och kostnaden för en konkurs. Samtidigt kan en obeståndsfond generera moralisk risk, eftersom en enskild medlem som ingår affärer vet att varje ökning av sannolikheten och kostnaden för ett fallissemang sprids ut över samtliga medlemmar (även om detta i sin tur kan vara positivt genom att medlemmarnas uppmärksamhet inriktas på effektiviteten i den centrala motpartens riskhantering).

undanröja eventuella hot mot den finansiella stabiliteten. När det gäller både likviditetsgarantier och avvecklingsbefogenheter skulle robusta förhandsarrangemang även hjälpa till att hindra att moral hazard uppkommer i systemet genom att skapa centrala motparter som annars är "too big to fail".

Avsnitt 6 – Slutsats

Graden av samsyn bland politiska beslutsfattare om fördelarna med ökad central clearing av OTC-derivat, i förening med framstegen med de reformer som är krävs för att uppnå ett sådant resultat, betyder att en mer framträdande roll för centrala motparter i framtiden kanske är ofrånkomlig. En mer central clearing kan hjälpa till att ta itu med några av de risker som är en integrerad del av OTC-derivatmarknaderna och som annars, efter en chock, kan få allvarliga konsekvenser för enskilda marknadsaktörer och systemstabiliteten. Men erfarenheten talar för att enkla segrar som minskar eller eliminerar risk inom det finansiella systemet är sällsynta. Det är därför viktigt att de politiska beslutsfattarna försöker förstå och begränsa de risker som överförs och skapas till följd av en ökad tillit till central clearing. Om så inte sker, kan framtida perioder av finansiell instabilitet hota överlevnaden för centrala motparter som själva är för stora för att tillåtas gå under.

Huvudreferenser om politiska reformer

CPSS & IOSCO, Guidance on the Application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC Derivatives, maj 2010

Europeiska kommissionen, Förslag till förordning [...] om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, september 2010

Financial Services Authority & HM Treasury, Reforming OTC Derivatives Markets: A UK Perspective, december 2009

Financial Stability Board, Implementing OTC Derivatives Market Reforms, oktober 2010

Senate Banking Committee, Comprehensive Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010

Övriga utvalda referenser

BIS, Risk Management Guidelines for Derivatives, 1994

Cecchetti, S., Gyntelberg, J. & Hollanders, M., Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives, BIS Quarterly Review, september 2009

Kommittén för betalnings- och avvecklingssystem, Market Structure Developments in the Clearing Industry: Implications for Financial Stability, september 2010

Deutsche Borse, The Global Derivatives Market, An Introduction

Duffie, The Failure Mechanics of Dealer Banks, BIS working paper, mars 2010

Duffie, D., Li, A. & Lubke, T., Policy perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure, januari 2010

Europeiska centralbanken, OTC Derivatives and Post-Trading Infrastructures, september 2009

IMF, Making Over-The-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties, Global Financial Stability Review, april 2010

ISDA, Margin Surveys, 2007–2010

ISDA, Operations Benchmarking Survey, 2010

Pirrong, C., The Inefficiency of Clearing Mandates, 2010

Valukas, A., Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings:
Examiner's Report, 2010

Yavorsky, A. m.fl, Credit Default Swaps: Market, Systemic, and Individual
Firm Risks in Practice, oktober 2008