

Central motpartsclairing i värdepappersmarknaden

Centrala motparter har länge varit verksamma i clearingen av derivattransaktioner, men de är ett nytt inslag i clearingen av värdepapper. Intresset för central motpartsclairing inom värdepappersmarknaden har under senare år ökat såväl i Sverige som i övriga Europa. För- och nackdelar med sådana lösningar diskuteras för närvarande av både marknadsaktörer och myndigheter.

Centrala motparter hanterar själva clearingmomentet mellan handel och avveckling av värdepapperstransaktioner. Varje transaktion ersätts med två nya affärer där den centrala motparten är säljare till alla köpare och köpare till alla säljare. Som resultat har de ursprungliga parterna en fordran respektive en skuld på clearinghuset istället för på varandra. Clearingen utförs på multilateral nettobasis²⁶ och de avvecklingsrisker som parterna skulle ha haft mot varandra omfördelas till den centrala motparten. Om en part i en värdepapperstransaktion fallerar uppstår två typer av motpartsrisker: full kreditrisk och ersättningskostnadsrisk.²⁷ I Sverige, i likhet med de flesta stora värdepappersmarknaderna, tillämpas principen om ”Delivery versus Payment” (DVP)²⁸ vid avveckling. Genom detta försvinner kreditrisken från värdepappersavvecklingen. Den motpartsrisk som återstår för den centrala motparten att hantera är ersättningskostnadsrisken. Ersättningskostnadsrisken är normalt bara en bråkdel av kreditrisken, eftersom en part bara riskerar en liten andel av affärens värde, medan hela värdet står på spel vid full kreditrisk.²⁹

En central motpart ger inte bara upphov till riskomfördelnings effekter utan leder också till direkta riskreducerande effekter. Den tar inga egna positioner och utsätter sig därmed inte för marknadsrisk, utan endast för ersättningskostnadsrisk gentemot sina motparter. En central motpart hanterar denna risk på flera sätt. Ett sätt är att ställa höga medlemskapskrav och kräva hög kreditvärdighet hos medlemmarna. Dessutom ställs det krav på säkerheter som med 90–95 procents sannolikhet täcker den potentiella framtida exponeringen. Vidare räknar den centrala motparten om exponeringar-

Valet av avvecklingsmetod på värdepappersmarknaden innebär en avvägning mellan effektivitets- och riskaspekter. De två vanligaste förekommande metoderna är *bruttoavveckling* och *multilateral nettoavveckling*.

Vid bruttoavveckling avvecklas varje transaktion för sig allt eftersom de uppstår. Alla värdepapper och hela likvidbeloppet måste överföras mellan deltagarna vid varje transaktion. Denna avvecklingsmetod innebär låga avvecklingsrisker men är i gengäld likviditetskrävande.

Vid multilateral nettoavveckling kvittas alla deltagares skulder mot varandra. Denna metod är därigenom mindre likviditetskrävande men till priset av ökade risker, eftersom hela avvecklingen stoppas om en enda deltagare – oavsett storlek – inte fullgör sina skyldigheter.

²⁶ Det finns vissa centrala motparter som inte nettar transaktionerna utan endast tar på sig motpartsriskerna.

²⁷ Full kreditrisk avser en situation där en motpart riskerar att förlora hela det underliggande värdet i en affär. Ersättningskostnadsrisken återspeglar risken som uppstår om en part i transaktionen fallerar eller av annan anledning inte fullgör sina förpliktelser innan transaktionen avvecklas. I så fall kan den icke-fallerande parten vara tvungen att ingå i en ersättningsaffär för att tillförsäkra sig det nödvändiga värdepapperet eller pengarna. Om marknadsvärdet har förändrats så att ersättningsaffären är dyrare än den ursprungliga har den icke-fallerande parten gjort en förlust.

²⁸ DVP tillämpas när leverans av värdepapper sker samtidigt som betalningen för leveransen.

²⁹ Se Finansmarknadsrapport 1998:2 där detta utvecklas.



nas värde minst en gång om dagen och ställer krav på tilläggssäkerheter om så behövs. Utöver detta har en central motpart egna finansiella tillgångar för att absorbera eventuella förluster. Dessa tillgångar kan ta formen av eget kapital, avvecklingsgarantifonder eller försäkringar.

Traditionellt har centrala motparter förekommit endast på derivatmarknaden eftersom behovet av en effektiv riskreduktion är särskilt tydlig på denna marknad. Ersättningskostnadsrisker är betydligt större och svårare att hantera på derivatmarknaden än på avistamarknaden, då riskexponeringen sträcker sig under en längre period på derivatmarknaden. Avistatransaktioner avvecklas normalt inom tre dagar efter avslutad affär. Således ger derivattransaktionerna upphov till längre exponeringar och därmed större ersättningskostnadsrisker och behov av god riskhantering. Repomarknaden ligger någonstans mittemellan med löptider som är kortare än på derivatmarknaden men längre än på avistamarknaden.³⁰ Intresset för central motpartsclearing har börjat omfatta även avista- och repomarknaderna. Fördelarna med en central motpart ökar om samma system kan användas för såväl avista-, repo- som derivatmarknaden, samtidigt som marginalkostnaden för att lägga till nya instrument i en befintlig central motpart sannolikt är ganska låg.

Att erbjuda clearing av avistainstrument vid sidan av derivat innebär en måttlig riskökning för den centrala motparten samtidigt som effektivitetsvinsterna kan vara stora. För det första, och i likhet med all annan clearing- och avvecklingsverksamhet, präglas central motpartsclearing av skalfördelar som leder till att det är effektivare att utnyttja ett och samma system för de olika marknaderna. Stora fasta investeringskostnader och relativt låga rörliga kostnader leder till att den transaktionskostnad som uppstår på marginalen minskar med systemets storlek, därmed minskar också genomsnittskostnaden. För det andra, om en central motpart hanterar både avista- och derivatmarknaden kan den dra fördel av att deltagare har motsatta positioner på de två marknaderna. På så sätt kan motpartsexponeringarna reduceras och den centrala motparten kan ha mindre eget kapital än vad som hade krävts för två separata centrala motparter.

Effekter av en central motpart på värdepappersavvecklingen

Central motpartsclearing kan bidra till både effektivare och säkrare värdepappersavveckling. Det sker främst genom möjligheterna till *multilateral nettning* och *omfördelning av motpartsrisk*.

Effektivitetsvinster uppstår främst genom mindre avvecklingsflöden, bättre utnyttjande av skalfördelar och ökad likviditet. Fördelarna på risksidan följer av mindre och mer förutsägbara exponeringar samt enklare riskhantering.

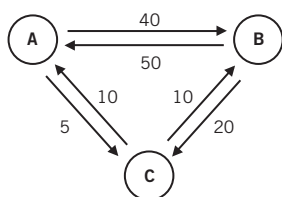
³⁰ Enligt en undersökning av Riksbanken 1998 hade merparten av kontrakten en löptid på mellan 1 och 7 dagar.

MULTILATERAL NETTNING

I värdepappershandeln säljs ofta samma värdepapper fram och tillbaka mellan marknadsdeltagarna. Som resultat av dessa transaktioner kan det uppstå ett antal exponeringar som tar ut varandra helt eller delvis. När värdepapperstransaktionerna clearas eller avvecklas netto kan deltagarna enkelt kvitta transaktioner mot varandra, vilket illustreras i följande figur.³¹

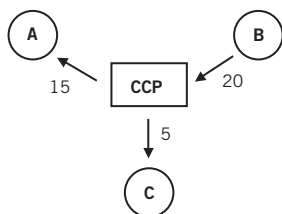
MULTILATERAL NETTNING MED CLEARINGHUS ELLER EN CENTRAL MOTPART (CCP)

Utväxling av likvider till följd av värdepapperstransaktioner utan CCP:



	A	B	C	Att betala
A		40	5	45
B	50		20	70
C	10	10		20
Att få	60	50	25	135

Utväxling av likvider till följd av värdepapperstransaktioner med CCP:



	CCP
A	15
B	-20
C	5

Anm: I princip samma effekter vad gäller minskning av likvidbelopp kan uppnås med ett clearinghus som tillämpar multilateral nettning, även om det inte är CCP. Exempelvis gör VPC detta.

Figuren illustrerar skillnaden mellan bruttoavvecklingen och den multilaterala nettoavvecklingen genom en central motpart i såväl omsättningen som antalet avvecklingar. Om transaktionerna clearas och avvecklas brutto, som i övre delen av figuren, måste deltagarna hantera sammanlagt sex transaktioner. Omsättningen uppgår till 135. Om transaktionerna istället clearas eller avvecklas på multilateral nettobasis, reduceras antalet avvecklingstransaktioner till hälften vilket därmed också minskar utväxlingen av likvider mellan deltagarna. Deltagarnas nettoposition gentemot den centrala motparten är skillnaden mellan vad var och en skulle ha betalat ut sammanlagt och vad den skulle ha fått från övriga vid bruttoavveckling. I figuren ovan visas detta som skillnaden per deltagare mellan sista kolumnen och sista raden i tabellen. Omsättningen reduceras på så sätt till 40. Den positiva nettningseffekten är större ju mer aktörerna handlar med varandra, dvs. ju större och fler exponeringarna är mellan deltagarna.

31 Här diskuteras bara likvidbenet av affären. Även värdepappersbenet kan nettas, under förutsättning att det är samma värdepapper som ingår i affärerna. Eftersom det oftast inte är fallet är nettningseffekten mindre för värdepappersbenet. Den är också mer relevant vid obligationshandel än vid aktiehandel, eftersom det i större utsträckning är samma värdepapper som omsätts där.



Minskningen i såväl antalet transaktioner som omsättningen leder till lägre totala avvecklingskostnader. De direkta kostnader som omfattar både avgifter till avvecklingssystemet och interna hantlingskostnader, s.k. operativa kostnader, faller. Dessutom leder den lägre omsättningen till att deltagarnas kostnader för likviditet reduceras. Denna effekt är extra värdefull om likviditeten blir knapp till följd av störningar eller kortare avvecklingscykler.

Riskreduktionen till följd av multilateral nettning kan också påverka handelsvolymerna positivt. Till följd av praxis eller i vissa fall regelverk begränsar ofta aktörerna sina handelsvolymerna till en viss andel av balansräkningen. I sådana fall ökar nettningseffekten deltagarnas handelsutrymme. För avistahandel i värdepapper är detta dock i praktiken ovanligt, eftersom ersättningskostnadsrisken inte är en risk aktörerna begränsar i någon betydande utsträckning. För repomarknaden kan denna effekt dock ha större betydelse.

Ökade handelsvolymerna leder till ökad marknadslikviditet samt till bättre utnyttjande av skalfördelar, vilket leder till ytterligare besparingar i termer av avvecklingskostnader. Likviditeten påverkar aktörernas förmåga att snabbt sälja respektive köpa värdepapper. Ökad marknadslikviditet i kombination med bättre utnyttjande av skalfördelar kan i sin tur leda till att nya investerare dras till marknaden och att handelsvolymerna ökar ytterligare.


Utan väl utbyggda riskhanteringsmekanismer medför multilateral nettning stora risker. I ett multilateralt nettningsystem utan tillräcklig riskkontroll som garanterar avvecklingen, kan ett fallissemang även hos en deltagare med mycket små transaktionsvärden stoppa hela avvecklingen. För att realisera fördelarna med ett nettningsystem måste marknaden ha tillgång till ett institut som erbjuder en säker multilateral nettoavveckling. Det är här den centrala motparten fyller sin funktion.

Vid sidan om nettning av transaktionerna kan en central motpart också utföra nettning av marginalsäkerheter som aktörerna måste ställa för att täcka sina exponeringar mot ersättningskostnadsrisk. Om det sker en omfattande handel med instrument som har identiska eller högt korrelerade risker, bidrar denna nettning till att sänka deltagarnas kostnader för kapitaltäckningskrav, givet att tillsynsmyndigheterna accepterar detta.

OMFÖRDELNING AV MOTPARTSRISK

Central motpartsclearing innebär också en viktig omfördelning av motpartsrisken från deltagarna till den centrala motparten. Marknadsdeltagarna byter ut risker mot enskilda motparter mot en risk mot den centrala motparten. Utan central motpart är marknadsaktörerna exponerade för en motpartsrisk vid varje transaktion vilket skapar ett behov av att kontinuerligt bevaka motparternas kreditställning. Denna minskning av antalet motpartsexponeringar leder till en betydande förenkling av deltagarnas riskhantering och av de kostnader som är förknippade med denna.

Omfördelningen av motpartsrisken leder inte bara till effektivitetsvinster utan har även riskreducerande effekter. Genom att samla alla motpartsrisken hos den centrala motparten uppnår varje deltagare en diversifiering av risk som den enskilda deltagaren inte



kan uppnå själv. Denna fördel ökar med antalet deltagare på marknaden och med hur homogena dessa är beträffande riskfördelningen. När motparterna har en homogen riskprofil är den effektiviseringseffekt som kreditvärderingen och uppföljningen av motparter kan ge relativt sett mindre. För utländska aktörer utan god kännedom om den lokala marknaden är riskomfördelningen till den centrala motparten alltid värdefull.

Riskomfördelningseffekten är mindre intressant på avistamarknaden än på derivatmarknaden eftersom motpartsriskerna inte är lika stora. Däremot kan utebliven leverans vara förknippad med betydande administrativa kostnader.³² Av den anledningen kan motpartsclearing vid avistahandel vara mer värdefull på aktiemarknaden, där parterna är många och har väsentligt olika karaktär. På räntemarknaden är däremot mängden motparter mindre och de är ofta mer välkända för varandra.

De positiva effekterna av riskomfördelningen blir mer påtagliga när marknaden är turbulent och riskerna stiger. I en turbulent marknad kan deltagarna till och med avstå från handel, vilket hände i t.ex. Storbritannien i samband med börsrasen 1987. Några av de som avstår från att handla vid marknadsturbulens skulle sannolikt inte avstå från detta om de hade en känd och säker motpart att handla med.³³ En central motpart kan därmed även bidra till en mer stabil marknadslikviditet.

Överföringen av motpartsrisk till en central motpart förbättrar dessutom förutsättningarna för anonym handel, eftersom den enskilde deltagarens handel inte behöver bli känd för de övriga. Anonym handel har en positiv inverkan framförallt på de stora aktörernas incitament att handla eftersom de inte behöver befara den egna handelns inverkan på marknadspriserna. Handeln med en enda motpart med känd och förutsägbar risk underlättar dessutom handeln för de små aktörerna, vilka på så sätt får tillträde till marknaden. Därmed har också anonymitetsegenskapen en positiv inverkan på marknadslikviditeten.

EN SAMMANVÄGNING

Från ett effektivitetsperspektiv, givet att lämpliga riskhanteringsmekanismer finns på plats, är konsekvensen av central motpartsclearing genomgående positiv, åtminstone på kort sikt. Det finns dock kostnader förknippade med skapandet av och deltagandet i central motpartsclearing mot vilka fördelarna måste vägas. Det finns kapitalanskaffningskostnader, avgifter för deltagande samt kostnader som uppstår i samband med nödvändiga anpassningar av deltagarnas system. Dessa behöver dock inte vara så stora om det redan finns en fungerande central motpart vars tjänster kan utnyttjas. En sammanfattande bild av effekterna av central motpartsclearing på värdepappersmarknaden ges i följande sammanställning.

³² Den centrala motparten kan hantera utebliven leverans exempelvis genom att ha avtal om att kunna lämna värdepapper med kort varsel från exempelvis institutionella placerare.

³³ Detta illustreras exempelvis av marknadsturbulensen under hösten 1998. Derivatmarknader där det fanns en central motpart var relativt opåverkade, medan övriga derivatmarknader i många fall i princip upphörde att fungera.



EFFEKTER AV CCP CLEARING PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

	Multilateral nettning	Risk omfördelning
Effektivitet	<ul style="list-style-type: none">■ färre avvecklingar■ skalfördelar■ likviditet	<ul style="list-style-type: none">■ enklare riskhantering■ anonymitet
Risker	<ul style="list-style-type: none">■ mindre exponeringar■ lägre operativa risker	<ul style="list-style-type: none">■ förutsägbara exponeringar■ diversifiering


De effektivitetsvinster som införandet av en central motpart kan medföra uppstår till stor del till följd av bättre utnyttjande av skal-fördelar och ökad likviditet. Detta innebär att dessa vinster ökar med storleken på marknaden, såväl med antal deltagare som med handelsvolym. Dessutom kan effekterna på likviditet bli stora i första hand om motpartsexponeringarnas storlek faktiskt är en begränsande faktor för handeln, vilket dock inte alltid behöver vara fallet. Däremot kan goda avvecklingssystem vara en förutsättning för att nya aktörer, särskilt utländska sådana, ska vara intresserade av att handla på en viss marknad. Tillkomsten av nya aktörer kan i sig förbättra likviditeten. Centraliseringen och bristande konkurrens, om en enda central motpart etableras, kan dock medföra långsiktiga effektivitetsproblem. Det kan till exempel leda till sämre incitament att hålla nere kostnaderna och dämpa innovationstakten.

Från ett riskperspektiv är effekterna av en central motpart inte odelat positiva. Central motpartsclearing medför visserligen en väsentlig riskreduktion för deltagarna, men detta måste vägas mot den koncentration av risker som sker hos den centrala motparten. När det redan finns en central motpart som hanterar de mer riskfyllda derivattransaktionerna är den ytterligare koncentration som följer av att även inkludera avistamarknaden begränsad.

Centralbanker och centrala motparter

Den främsta anledningen till att centralbanker intresserar sig för värdepappersavvecklingen från ett betalningssystemperspektiv är att problem med avvecklingen kan sprida sig genom det finansiella systemet och orsaka allvarliga störningar. Detta beror på storleken på de värdepapperstransaktioner som hanteras dagligen, på deras nyckelroll som säkerheter i transaktioner samt på deras roll i de finansiella institutens riskhanteringsstrategier. Centralbanker reglerar dessutom likviditeten i banksystemet genom att förse bankerna med lån mot säkerhet. En väl fungerande värdepappersavveckling som kan hantera dessa flöden på ett säkert och effektivt sätt, är därmed också viktig för penningpolitiken.

För en centralbank ger central motpartsclearing upphov till ett viktigt avvägningsproblem. Den kan ha betydande effektivitetsvinster för marknadsdeltagare och kan leda till mer likvida kapitalmarknader. Det kan dock uppstå problem till följd av den stora riskkoncentration som central motpartsclearing innebär. Riskkoncentrationen är så omfattande att skulle den centrala motparten falla skulle detta kunna leda till en kollaps av hela marknaden. Koncentratio-



nen kan därför också leda till ”moral hazard” problem om den centrala motparten kan anses vara ”too big to fail”. Om marknaden förväntar sig att myndigheterna inte kommer att tillåta att en central motpart fallerar till följd av den destabiliserande effekt detta skulle ha på den finansiella sektorn, kan detta leda till för stort risktagande. Kraven på riskhantering, myndighetstillsyn och övervakning måste dimensioneras därefter. Centralbanker och tillsynsmyndigheter har dock erfarenhet av att hantera dessa frågor eftersom centrala motparter länge har varit verksamma på derivatmarknaden.

Traditionellt har centrala motparter varit användarägda, men vinstdrivna aktiebolag börjar bli vanligare. Konkurrerande och vinstdrivna centrala motparter kan ha incitament till att sänka sina kostnader, men också att sänka standarder för riskhantering eller för operativ säkerhet. För att motverka detta måste den centrala motparten ha ett betryggande eget kapital som ägarna riskerar. Ägarnas och ledningens riskexponering kan dessutom ökas genom att dessa bidrar till avvecklingsgarantifonden med egna medel. Effektivitetsaspekter, framför allt den dynamiska effektiviteten, talar för centrala motpartslösningar som drivs av börsbolag, vilka har lättare att finansiera sin verksamhet genom aktieutgivning. Dessutom upplever användarägda bolag oftare konflikter mellan olika kategorier av ägare och användare som kan resultera i lägre innovationstakt och långsammare processer för strategiskt beslutsfattande.

Analysen av ägarstrukturfrågor blir ännu viktigare om man beaktar att en central motpart ofta har en monopolställning på marknaden. Aktiebolag kan använda sin marknadsmakt för att uppnå monopolvinster. Detta problem är inte lika aktuellt hos användarägda företag som oftast tillämpar kost-plus principen³⁴ i sin prissättning vilket innebär lägre avgifter för medlemmarna. Användarägda centrala motparter kan däremot utnyttja sin ställning för att favorisera sina medlemmar, i synnerhet de stora ägarna, på bekostnad av potentiell konkurrens från nya medlemmar.

Alla former av ägande har olika för- och nackdelar. Från ett myndighetsperspektiv är det viktigt att förstå dessa för att bättre kunna följa upp de problem som de skilda formerna kan ge upphov till.

En central motpart för den svenska värdepappersmarknaden?

I Sverige finns central motpartsclearing för derivatmarknaden i Stockholmsbörsens regi. Introduktionen av svenska värdepapper i en befintlig central motpart, antingen inom Sverige eller utomlands, är sannolikt en mindre dramatisk förändring än om en central motpart byggs upp från grunden. Dels behöver investeringarna inte bli så stora, dels har myndigheterna redan behövt hantera den risk-

³⁴ Kost plus innebär att företaget är garanterat att få sina produktionskostnader täckta samt ytterligare en ersättning som utgör vinst.



koncentration som den centrala motparten fört med sig. Införande av en central motpart för värdepapperstransaktioner i Sverige har undersökts av bland annat Fondhandlarföreningen, Stockholmsbörsen och VPC. Även om diskussionen som följer inte gör anspråk på att vara fullständig, kan det vara intressant att gå igenom de för- och nackdelar som har beskrivits i föregående avsnitt och se om de är relevanta för förhållanden på den svenska marknaden.

Förutsättningar för en central motpart i Sverige skiljer sig mellan aktiemarknaden och räntemarknaden. Aktiemarknaden karaktäriseras av många marknadsdeltagare, många transaktioner och relativt låga transaktionsvärden. Huvuddelen av handeln sker anonymt. I motsats till detta karaktäriseras handeln med räntebärande värdepapper av få marknadsdeltagare, relativt få transaktioner men höga transaktionsvärden. Denna beskrivning passar in på hur marknaden ser ut i dagsläget men förutsättningarna kan ändras med tiden. Till exempel håller handeln i räntebärande värdepapper för närvarande på att flyttas över från telefonhandel till Stockholmsbörsens elektroniska räntebörs, som dock endast är öppen för market makers.

Transaktioner på båda marknaderna avvecklas i VPC. I dagsläget sker avveckling i en multilateral nettningsprocess som saknar riskhantering. Om en deltagare inte kan fullfölja sina förpliktelser måste VPC anlita en urbackningsrutin. Denna kan inte garantera att avvecklingen sker samma dag och bryter därmed mot internationella krav på säker nettoavveckling. Riksbanken har länge kritiserat detta och IMF pekade ut VPC:s nettoavvecklingsrutiner som bristfälliga.³⁵ Under 2003 driftsätter VPC ett nytt system för att åtgärda detta (se ruta).

35 IMF (2002), Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 02/161.

KOMMANDE FÖRÄNDRINGAR I VPC:s AVVECKLINGSSYSTEM

VPC genomför för närvarande förändringar i sitt avvecklingssystem. Förändringarna går ut på att bygga in riskhanteringsmekanismer som minimerar spridningsriskerna när en deltagare fallerar. Dagens system avvecklar transaktioner på nettobasis utan tillfredsställande riskhantering. Det är effektivt i den meningen att det minimerar likviditetsanvändningen och antalet betalningar. Däremot innehåller det en oacceptabel nettoavvecklingsrisk. Nettoavvecklingsrisker innebär att om en deltagare inte kan betala sina förpliktelser på utsatt tid, måste hela avvecklingsprocessen avbrytas och en urbackningsrutin användas. Detta medför att det kan ta lång tid att få systemet att fungera igen. Den nya processen kommer att hantera denna risk, men i gengäld drar den mer likviditet och innebär fler betalningar. Med den nya processen förändras även de relativa för- och nackdelarna med en central motpart.

Den nya processen kommer att kontrollera varje transaktion en efter en. Säljarens värdepapper och köparens pengar reserveras för avvecklingen, varvid transaktionen markeras klar för avveckling. Denna kontrollprocedur innebär att en transaktion som har markerats klar för avveckling också garanterat blir avvecklad vid kommande avvecklingstillfälle. Risken att avvecklingen måste avbrytas på grund av en deltagares fallissemang föreligger inte. VPC:s system kommer därmed att uppfylla internationellt vedertagna minimikrav.

Den nya processen är uppbyggd så att kontinuerlig bruttoavveckling kan hanteras. Detta efterfrågas dock inte av marknaden i nuläget. Istället kommer transaktionerna att kontrolleras och likviditeten att reserveras på bruttobasis, men avvecklingen kommer att ske vid ett begränsat antal avvecklingsomgångar under dagen.


Likviditetsbehovet är därmed stort och likviditet hålls inlåst i systemet under klarmarkeringen. För penningmarknadsavvecklingen kommer likvidbankerna att ha möjlighet att låna med inköpta värdepapper som säkerhet för att skapa likviditet.

För att underlätta VPC:s kontroll av likviditet har Riksbanken inlett ett nytt samarbete med VPC. Riksbanken har beslutat att låta VPC administrera särskilda Riksbankskonton, endast avsedda för värdepappersavveckling. Innehav av dessa konton är en fordran på centralbanken och avvecklingen sker därmed i centralbankspengar, vilket är



ett vedertaget krav för att uppnå en säker avveckling. Riksbanken kan även bevilja intradagskredit på dessa konton.

Om en inregistrerad transaktion inte kan klarmarkeras ligger den kvar i kön fram till nästa avvecklingstillfälle. Om den inte kan klarmarkeras under dagen tas den ut ur systemet. Systemet hanterar de risker som uppstår under avvecklingsprocessen, men inte de risker som uppstår under avvecklingscykeln mellan handel och avveckling.



När det nya systemet är i drift kvarstår dock behovet av att hantera den ersättningskostnadsrisk som uppstår mellan handel och avveckling samt att effektivisera likviditetsanvändningen. Båda dessa behov kan tillfredsställas av en central motpart.

Genom den multilaterala nettning som erbjuds av en central motpart, kan motpartsexponeringar, antalet transaktioner och omsättningen minskas, även på den svenska marknaden. En multilateral nettning av motpartsexponeringar mellan handel och avveckling sker inte idag. Om en central motpart träder in i transaktionerna direkt efter handel skulle exponeringarna nettas direkt och därmed vara mindre under hela avvecklingscykeln. På räntemarknaden är dessa exponeringar något större, men många är bilaterala och kan därför nettas av parterna själva. På aktiemarknaden är exponeringarna mindre, men antalet motparter stort och därför kan central nettning vara att föredra.

Idag finns det på den svenska marknaden inga centrala processer som hanterar den ersättningskostnadsrisk som uppstår mellan handel och avveckling. Istället hanterar enskilda aktörer denna risk. Historiskt sett har detta inte varit ett problem. I stort sett har alla transaktioner genomförts enligt avtal. Skälet till att transaktioner inte genomförts är att aktier inte kunnat levereras. Likviditeten har alltid funnits på plats. Ersättningskostnadsrisken är inte en källa till förlust i den dagliga verksamheten, men en icke genomförd affär ger upphov till stora administrativa kostnader.

Förmågan att omfördela risk är relativt sett viktigare för utländska aktörer, som inte alltid har anledning att göra en egen kreditbedömning på svenska motparter. Därmed efterfrågar utländska aktörer central motpartstjänster i större utsträckning än de inhemska. De svenska marknadsdeltagarna ser den leveransgaranti som en central motpart de facto ger som en stor fördel. Denna fördel är inte lika viktig på räntemarknaden där värdepapperna i regel är mer likvida. Antalet fallerande transaktioner ökar när marknader är turbulenta. Fördelen med en välkänd motpart med säkrade positioner är större under sådana förhållanden.

Möjligheten att överföra all motpartsrisk till en bestämd motpart är viktig för riskhantering vid anonym handel. I den anonyma handeln som förekommer på aktiemarknaden i Sverige, har inte deltagarna kunskap om vem de har motpartsexponeringar mot eller möjligheter att begränsa dessa. För närvarande sker den anonyma handeln på räntemarknaden inom en liten krets varför en omfördelning av risk medför begränsade vinster. Situationen ändras om anonym handel i ränteinstrument sprider sig utanför interbankmarknaden. En bredare krets av deltagare i den svenska räntemarknaden efterfrågas av marknadsdeltagarna själva och är en av drivkrafterna bakom Stockholmsbörsens elektroniska räntebörs.

Slutsatser

En central motpart på värdepappersmarknaden kan bidra till att höja effektiviteten genom minskade kostnader både för avveckling och för riskhantering. Minskade kostnader kan också leda till att



likviditeten på marknaden ökar. Fördelarna med en central motpart växer ju större marknaden den omfattar.

Dagens situation, där aktiehandeln och delar av räntehandeln sker mot anonym motpart, är i grunden inte tillfredsställande vad gäller hanteringen av motpartsrisker. En central motpart skulle rätta till detta förhållande och därigenom öka marknadsattraktionskraft för utländska investerare. Dessutom skulle de operativa riskerna hos aktörerna och därtill knutna kostnader kunna minska.

Aktörerna på marknaden måste dock väga fördelarna med en central motpart mot kostnaderna för att skapa en sådan. Om marknaden kan integreras med en redan existerande CCP, där den tekniska strukturen redan finns tillgänglig, kan kostnaderna sannolikt begränsas.

Nackdelen med en central motpart är den stora koncentrationen av risker, inte minst operativa. Denna koncentration medför en risk också för det finansiella systemet i stort, vilken kan och måste hanteras genom att samhället försäkras sig om att organisation, systemlösningar, riskhantering etc. håller hög klass. Den centrala motpartens betydelse för systemstabiliteten ställer således höga krav på tillsyn och övervakning.