

I gränslandet mellan samhällsekonomiskt värde och systemrisk: Förslag till reglering av kreditderivat i spåren av finanskrisen

TOBIAS JOHANSSON

Sammanfattning

Kreditderivat är ett finansiellt instrument som används för att överföra kreditrisk mellan olika marknadsaktörer. Utöver de förbättrade möjligheter till portföljhantering som därmed följer medför instrumenten även en spridning av risk, vilket anses öka stabiliteten i det finansiella systemet. Med hänsyn till dessa egenskaper kan kreditderivat sägas ha ett samhällsekonomiskt värde. I efterdyningarna av finanskrisen har dock instrumenten utsatts för omfattande kritik, vilken på ett övergripande plan kan sägas ge uttryck för uppfattningen att de medför en systemrisk. Som resultat har förslag på ökad reglering och begränsningar av dess användning lagts fram.

I den här artikeln konstateras att kreditderivat hade en viss betydelse i utvecklingen av finanskrisen. Konkret hävdas att instrumenten bidrog till (1) en ökad mängd kredit i det finansiella systemet, (2) en överexponering mot risk i vissa institutioner, (3) en generell osäkerhet på marknaden efter att krisen brutit ut, (4) en ökad oro för motpartsrisk, och (5) en riskexponering i bolag med dåligt ”skyddsnät” (i form av till exempel krav på regulatoriskt kapital och ställande av säkerhet). Det understryks dock att kreditderivat endast var en av många faktorer som drev utvecklingen och att de problem som visat sig inte är att hänföra till instrumenten som sådana utan till parternas användning, ”infrastrukturella” svagheter på marknaden (till exempel avseende clearing) och otillräcklig tillsyn av de parter som handlar med kreditderivat.

Mot bakgrund av det samhällsekonomiska värde som kreditderivat erbjuder samt instrumentens (relativt sett) begränsade roll i finanskrisen anses inte en ökad produktreglering (vilket föreslagits från flera håll) vara motiverad.

Istället föreslås en ökad parts- och marknadsreglering som bygger på (1) ett bredare och mer anpassningsbart regelverk, (2) krav på användande av central motpartsclearing för standardiserade kreditderivat, (3) höjda kapitalkrav, (4) krav på rapportering, och (5) ett internationellt harmoniserat regelverk.

Del 1 Inledning

Det började 1994 på det lyxiga Boca Raton Hotel vid Floridas guld kust. Ett gäng investmentbankirer från J.P. Morgan hade fått i uppgift att ”brainstorma” nya produkter och resultatet kom att bli en av de viktigaste komponenterna i den motor som drivit de globala finansmarknaderna sedan dess. Det var på Boca Raton Hotel som konturerna till det första kreditderivatet ritades.¹

Derivat som sådana var inte något nytt på de globala finansmarknaderna; Chicago Board of Trade introducerade till exempel terminer kopplade till priset på spannmål redan 1865, även om den stora ”boomen” inte kom förrän efter kollapsen av Bretton Woods systemet och det ökade behov av riskhantering som följde när dess fasta växelkurser övergavs.² Derivat har nämligen som främsta uppgift just att hantera risker, både i perspektivet att fungera som *försäkring* mot och som verktyg för att *investera* i risk. Det som utmärker kreditderivat, och det som gjorde det till en nyhet för marknaden när det introducerades 1994, är att det relaterar till *kreditrisk* medan andra former av derivat hanterar andra typer av risker, till exempel sådana som härleds från räntor, valutor, aktiekurser eller priser.³

Det kreditderivat som togs fram på Boca Raton Hotel, Florida, var av typen CDS (Credit Default Swap). Precis som i fallet med övriga swappar är det i en CDS fråga om ett avtal om byte av vissa på förhand bestämda förpliktelser vid vissa på förhand (minst två)⁴ bestämda tidpunkter. I en CDS byts den underliggande tillgången (”referenstillgången”), i det fall en viss om-

¹ Tett, G., FOOL'S GOLD – HOW A BOLD DREAM OF A SMALL TRIBE AT J.P. MORGAN WAS CORRUPTED BY WALL STREET GREED AND UNLEASHED A CATASTROPHE, s. 3. Det ska påpekas att det visserligen även före 1994 hade gjorts några försök att basera derivat på kreditrisk, dock utan att man lyckats skapa en kommersiellt gångbar produkt, se s. 21.

² Wood, P., LAW AND PRACTICE OF INTERNATIONAL FINANCE, s. 426.

³ Henderson, S. K., REGULATION OF CREDIT DERIVATIVES: TO WHAT EFFECT AND FOR WHOSE BENEFIT?, del 4.

⁴ Ibid. Om det är färre än två byten klassificeras avtalet närmast som två stycken terminer. Enligt samma logik kan en swapp beskrivas som ett avtal om flera terminer.

ständighet ("kredithändelse") inträffar, mot kontant betalning motsvarande det nominella värdet av referenstillgången ("fysisk avräkning").⁵ Som alternativ till fysisk avräkning är det möjligt att avtala om att endast *värdeskillnaden* mellan referenstillgångens nominella värde och marknadsvärdet efter det att kredithändelsen har inträffat ska överföras mellan parterna ("kontant avräkning").⁶ I utbyte mot den rätt till ersättning som ges köparen av skyddet ("skyddsköparen") betalar denne en premie till säljaren av skyddet ("skyddssäljaren")⁷ som antingen kan fastställas vid avtalets ingående eller justeras kontinuerligt utifrån hur marknadspriset förändras. Genom att definiera till exempel insolvens eller utebliven betalning som kredithändelse ges skyddsköparen ett skydd mot kreditrisk i referenstillgången.⁸ Det bör dock påpekas att det istället uppkommer en kreditrisk som relaterar till skyddssäljaren⁹ även om detta, åtminstone fram tills nyligen, inte ansågs vara något problem eftersom den typiske skyddssäljaren är en välkapitaliserad aktör såsom en bank eller annan finansiell institution.¹⁰ Slutligen ska nämnas att det efterhand har kommit att utvecklas andra typer av kreditderivat (till exempel TRSs, CSOs och CLNs)¹¹ men eftersom dessa spelar en relativt liten roll på

⁵ Nyberg, L., KREDITDERIVAT – RISKER OCH MÖJLIGHETER, s. 2.

⁶ Fram till 2005 var fysisk avräkning standard men sedan dess har kontantavräkning kommit att användas alltmer, se Mengle, D., CREDIT DERIVATIVES: AN OVERVIEW, s. 4.

⁷ Det innebär att de två förpliktelserna i en CDS inte är symmetriska som i fallet med flera andra swappar, till exempel ränte- eller valutaswappar. På det sättet påminner en CDS om en option, se *ibid.*, s. 2.

⁸ I 2003 års ISDA Credit Derivatives Definitions inkluderas följande sex kredithändelser (se paras. 4.2–4.7): (1) Bankruptcy; (2) Obligation Acceleration; (3) Obligation Default; (4) Failure to Pay; (5) Repudiation/Moratorium, och; (6) Restructuring.

⁹ Undantaget är en så kallad finansierad CDS där skyddssäljaren deponerar ett belopp hos skyddsköparen. Skillnaden mellan finansierad och ofinansierad CDS påminner alltså om den som föreligger om man jämför en sub participation med en risk participation.

¹⁰ Statistik från 2006 visar att banker (inklusive investmentbanker) representerade 59 % av skyddsköparna och 44 % av skyddssäljarna. Den näst största kategorin av både skyddsköpare och skyddssäljare var hedgefonder, se Commission of European Securities Regulators, TRANSPARENCY OF CORPORATE BOND, STRUCTURED FINANCE PRODUCT AND CREDIT DERIVATIVES MARKETS, s. 38.

¹¹ Ett avtal om TRS (Total Return Swap) omfattar den totala avkastningen på en viss tillgång (det vill säga det relaterar inte endast till kreditrisk utan även till marknadsrisk) och kan därför beskrivas som ett syntetiskt förvärv. En CSO (Credit Spread Option) är, till skillnad från CDS och TRS, en option och innebär (1) att köparen har rätt att *sälja* referenstillgången till säljaren under den avtalade optionstiden i det fall marginalen på referenstillgången minskar (säljoption) eller (2) att köparen förvärvar rätten att *köpa* referenstillgången i det fall marginalen sjunker (köpoption). En CLN (Credit Linked Note) slutli-

finansmarknaderna i stort och i de händelser som resulterade i finanskrisen, kommer jag fortsättningsvis när jag talar om kreditderivat att avse endast CDSs.¹²

Från Boca Raton Hotel, via J.P. Morgan och övriga investmentbanker, fördes kreditderivaten ut på marknaden som snabbt insåg dess fördelar. Instrumenten gav bland annat nya möjligheter för skyddsköparen att hantera portföljrisker och (i det fall skyddsköparen var en bank) att ”komma runt” den begränsning som kapitaltäckningsreglerna utgör avseende storleken på en institutions tillgångar. Visserligen hade det även tidigare varit möjligt att uppnå liknande effekter genom att *sälja* en del av sin låneportfölj, men processen förenklades genom användningen av kreditderivat eftersom det exempelvis innebär att man inte behövde bry sig om överlåtelseförbud i referenstillgången,¹³ krav på meddelande till låntagaren¹⁴ eller de eventuella störningar i affärsrelationen mellan långivare och låntagare som en försäljning av ett lån kan innebära.¹⁵ Samtidigt kunde skyddssäljaren dra fördel av att endast en bråkdel av kapitalet behövde bindas jämfört med vid köp av den underliggande tillgången¹⁶ och investerare som tidigare varit utestängda från lånemarknaden kunde nu exponera sig mot kreditrisk. Detta ska ses i ljuset av att priset på kredit anses ha liten korrelation med andra priser, såsom priset på aktier eller fastigheter; därmed möjliggör kreditderivat en diversifiering som ger lägre risk i förhållande till förväntad avkastning.¹⁷

De fördelar som beskrivits ovan bidrar till att förklara den kolossala tillväxt som kännetecknat marknaden för handel med kreditderivat; ett drygt

gen, är en obligation där återbetalningen är villkorad av vad som händer med annan tillgång, till exempel en obligation ifrån en annan emittent (”referenstillgången”); avtalet kan till exempel stadga att i det fall emittenten av referenstillgången går i konkurs kan återbetalning av det nominella beloppet ersättas med överlämning av referenstillgången eller ersättning för dess värde, se Wood, P., SET-OFF AND NETTING, DERIVATIVES, CLEARING SYSTEMS, s. 206 ff. och Salcic, Z., AVTAL OM KREDITDERIVAT, s. 52.

¹² Det har angetts att CDS svarar för 98 procent av marknaden för handel med kreditderivat, se Henderson, S.K., ovan not 3, del 5.

¹³ En överlåtelse i strid med ett överlåtelseförbud riskerar att vara ogiltig, se till exempel Lindens Garden Trust Ltd. v. Lenesta Sludge Disposals Ltd.

¹⁴ Vid försäljning av ett lån är detta av betydelse bland annat för att utesluta kvittningsrätt för gäldenären mot förvärvaren avseende krav på överlåtaren, se Business Computers Ltd. v. Anglo-African Leasing Ltd.

¹⁵ Se till exempel Wood, P., ovan not 2, s. 461.

¹⁶ Nyberg, L., ovan not 5, s. 2.

¹⁷ Ibid., s. 3.

decennium efter de där dagarna på Boca Raton Hotel uppskattades det nominella värdet på marknaden till 55 biljoner dollar.¹⁸ Vidare resulterade kreditderivatens egenskaper i att de med tiden kom att inkluderas i andra finansiella instrument, huvudsakligen olika strukturerade produkter, vilka åren före finanskrisen kom att kännetecknas av ett alltmer komplext integrerande av tillgångar av olika kvalitet och med olika risk; en utveckling som drevs bland annat av övertygelsen att ett upprepat ompaketerande – ett ”slicing and dicing” som det har kallats – kunde ”trolla bort” den kreditrisk som följer med finansiella tillgångar.¹⁹ Sedan kom sommaren 2007 och en värld förändrades.

I efterdyningarna av finanskrisen har kritiken mot kreditderivat varit skarp; det har bland annat hävdats att instrumenten leder till en överexponering mot risk och att de bidrog till den illikviditet som drabbade finansmarknaderna sommaren 2007.²⁰ På ett övergripande plan kan kritiken sägas ge uttryck för en uppfattning att kreditderivat medför en systemrisk²¹ och som konsekvens har krav på regulatoriska förändringar växt fram. Bland förslagen finns (1) totalt förbud,²² (2) förbud att handla om man inte äger den underliggande tillgången,²³ (3) krav på att all handel ska bedrivas på reglerad mark-

¹⁸ Beloppet avser december 2007, se González-Páramo, J.M., SOME REFLECTIONS ON THE FUTURE OF THE MARKET FOR CREDIT DERIVATIVES, s. 2.

¹⁹ Att riskspridning i sig är gynnsam för det finansiella systemet diskuteras i till exempel IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT – MARKET DEVELOPMENTS AND ISSUES, s. 51. Uppfattningen illustreras även väl av det uttalande som Patrick Nery av irländska FSA gjorde den 23 november 2007: ”All of us would probably agree that the spreading of risk via new and sophisticated financial techniques and instruments is, in principle, positive for the financial system, insofar as it reduces the likelihood that such risk would be concentrated in one or more financial institutions”, se Policy Department Economic and Scientific Policy, FINANCIAL SUPERVISION AND CRISIS MANAGEMENT IN THE EU, s. 20.

²⁰ Mason, D.M., CREDIT DERIVATIVES: MARKET SOLUTIONS TO THE MARKET CRISIS, s. 3 ff.

²¹ Begreppet systemrisk hänvisas till vid flera tillfällen i den här artikeln och avser, så som jag har valt att definiera det, risken att en händelse (i det här fallet problem på marknaden för handel med kreditderivat eller för en aktör på denna marknad) sprider sig till andra marknader och/eller till flera marknadsaktörer och därigenom riskerar att ha en negativ påverkan på det finansiella systemet. Enkelt uttryck kan det alltså beskrivas som risken för att en dominoeffekt uppstår till följd av omständigheter som är att hänföra till handel med kreditderivat. För en generell diskussion om hur man kan definiera systemrisk, se till exempel Schwarcz, S.L., SYSTEMIC RISK, s. 198 ff.

²² Se till exempel Credit Default Swap Prohibition Act (9 juli 2009).

²³ Se till exempel American Clean Energy Act (15 maj 2009).

nad,²⁴ (4) krav på att alla transaktioner ska gå genom ett clearinghus²⁵ och (5) att kreditderivat, eftersom syftet är att skydda mot kreditförlust, också borde anses vara en försäkring i regulatoriskt hänseende med de konsekvenser som det hade medfört i form av till exempel krav på försäkringsbart intresse.²⁶

Det har nu gått cirka tre och ett halvt år har gått sedan finanskrisen bröt ut, men debatten pågår fortfarande. Vissa ändringar har genomförts, både på lagstiftarens och marknadens initiativ, men fler är att vänta. Det politiska klimatet präglas av allt tydligare krav på statlig inblandning på den ”fria” marknaden och fler och fler börjar ifrågasätta det samhällsekonomiska värdet av många av de finansiella innovationer (inklusive kreditderivat) som introducerats de senaste åren.²⁷

Jag anser att det är positivt att vi vågar ifrågasätta flera av de ”sanningar” som legat bakom finansiell regleringen de senaste åren, såsom att en marknad för en produkt *per se* innebär att produkten har ett samhällsekonomiskt värde.²⁸ Å andra sidan riskerar vi att gå för långt. I en strävan efter att minimera de negativa effekter som avslöjats av finanskrisen riskerar vi att förbise det samhällsekonomiska värde som instrumenten *faktiskt* har. Den här risken är, tror jag, särskilt stor om man betänker att derivat är något som för de flesta är avlägset och svårt att förstå; många kan relatera till ett huslån eller till att investera i aktier men få människor har någon gång ingått ett avtal om derivat.²⁹ Om man dessutom betänker att de ”skyldiga” är en grupp (välavlönade) investmentbankirer som ”brainstormar” nya produkter på ett lyxhotel längst med Floridas guldkust, kan man förstå varför det till exempel har gjorts gällande att ”OTC derivatives are essentially designed to generate supernormal returns for a relatively small group of global banks which traffic

²⁴ Se till exempel Derivatives Trading Integrity Act (15 januari 2009).

²⁵ Se till exempel Financial System Stabilization and Reform Act (26 mars 2009).

²⁶ Se till exempel National Conference of Insurance Legislators, PROPOSED CREDIT DEFAULT INSURANCE MODEL LEGISLATION.

²⁷ Lord Turner (styrelseordförande FSA) tillhör de som vid flera tillfällen lyft frågan om finansiella innovationers samhällsekonomiska värde, se till exempel PRIORITIES FOR THE REFORM OF GLOBAL REGULATION – CHALLENGING PAST ASSUMPTIONS. Det samhällsekonomiska värdet i vissa instrument har även ifrågasatts av representanter från upphovsmännen till produkterna, se till exempel Jenkins, P., GOLDMAN CHIEF SAYS BANKS LOST CONTROL och Blankfein, L., DO NOT DESTROY THE ESSENTIAL CATALYST OF RISK.

²⁸ Detta har även lyfts fram i Turner, A., *ibid*.

²⁹ Den här jämförelsen är från Henderson, S.K., ovan not 3, del 4.

in these officially sanctioned, but private gaming contracts”³⁰ och varför förslag på ett totalt förbud av instrumenten har lagts fram.

Med den här artikeln avser jag att belysa vilket ansvar kreditderivaten bär för de händelser som resulterade i finanskrisen. Mot bakgrund av det kommer jag att diskutera vilken typ och omfattning av reglering som bäst korregerar de svagheter som upptäckts utan att onödigt begränsa de fördelar, för parterna såväl som för marknaden i stort, som följer med användningen av instrumenten. Med andra ord: var i gränslandet mellan samhällsekonomiskt värde och systemrisk som framtidens regulatoriska ramverk bör byggas.

Efter denna *del 1* följer ytterligare tre delar. I *del 2* kommer jag att reflektera över kreditderivatens roll i finanskrisen. Avsnittet avser att sätta instrumentens betydelse i perspektiv till de övriga omständigheter som påverkade förloppet, vilket innebär att diskussionen kommer att vara relativt bred. I *del 3* presenterar jag mina förslag på reglering av kreditderivat. De förslag som presenteras bygger på de problem som jag har identifierat i *del 2*. Artikeln rundas av i *del 4* med några avslutande anmärkningar.

I artikeln diskuteras reglering utifrån ett globalt perspektiv. I vissa partier exemplifieras och beskrivs dock rättsförhållanden utifrån nationella regler. I dessa fall tillämpas huvudsakligen engelsk rätt eftersom det är på Londonmarknaden som produkten har ”uppfunnits” och det är också där, tillsammans med andra finansiella centra såsom New York, som den huvudsakliga handeln med kreditderivat sker.

Del 2 Kreditderivat och finanskrisen

Det här avsnittet syftar till att beskriva min syn på kreditderivatens roll i och ansvar för finanskrisen. Det innehåller dels en presentation av de allmänna drivkrafterna bakom finanskrisen, vilka enligt mig kan beskrivas utifrån de tre stegen (1) ansamling av kredit i det finansiella systemet, (2) felaktig värdering och fördelning av risk och (3) misstro och ”flockbeteende”, och dels en sammanfattning av kreditderivatens inblandning i respektive fas av utvecklingen.

³⁰ Whalen, C., WHAT IS TO BE DONE WITH CREDIT DEFAULT SWAPS?, s. 1.

Steg 1: Ansamling av kredit i det finansiella systemet

En grundläggande orsak till finanskrisen var den ansamling av kredit som skedde åren innan sommaren 2007, huvudsakligen från milleniumskiftet och framåt. De bakomliggande drivkrafterna var makroekonomiska förhållanden (och den marknadskultur som dem bidrog till att skapa) kombinerat med en utveckling av nya finansiella produkter som tillfredsställde den ökade riskaptiten hos investerare. Utvecklingen understöddes även av regulatoriska brister.

Makroekonomiska förhållanden

Ur ett makroekonomiskt perspektiv bidrog globala ekonomiska obalanser, en tro på framtida tillväxt och en lågräntepolitik. De ekonomiska obalanserna, vilka var ett resultat av ett bytesbalansöverskott i öst (främst Kina) och ett motsvarande bytesbalansunderskott i väst (främst USA),³¹ skapade en ökad likviditet och en sänkning av räntan på amerikanska statsobligationer (eftersom det var där en stor del av överskottet placerades).³² Förhållandena förstärktes av en generell tro på fortsatt tillväxt och en generös räntepolitik i bland annat USA som infördes till följd av att den så kallade IT-bubblan sprack.³³ Tillsammans medförde den låga räntan och den ökade likviditeten (1) att priserna (framförallt huspriserna) i väst ökade³⁴ och (2) att investerare drevs av en ”search for yield” (det vill säga av en ökad efterfrågan på högvastande tillgångar) på grund av den låga avkastningen på många traditionella investeringar (till exempel amerikanska statsobligationer), vilket i sin

³¹ The De Larosière Group, THE LAROSIÈRE REPORT, s. 7, Pettersson, O., NÄR MUSIKEN TYSTNAR – OM DEN GLOBALA FINANSKRISEN, s. 17 f. och Mohan, R., GLOBAL FINANCIAL CRISIS – CAUSES, IMPACTS, POLICY RESPONSES AND LESSONS, s. 3.

³² FSA, THE TURNER REVIEW – A REGULATORY RESPONSE TO THE GLOBAL BANKING CRISIS, s. 12 f.

³³ Mohan, R., ovan not 31, s. 2.

³⁴ The De Larosière Group, ovan not 31, s. 7. Det ska påpekas att huspriserna även steg som ett resultat av undermåliga kreditbedömningar från långivare, vilket var en följd av huvudsakligen (1) avsaknad av incitament att göra en god kreditkontroll till följd av den utbredda användningen av värdepapperisering, (2) bristande kontroll av långivare från tillsynsmyndigheter, och (3) den tro på fortsatt tillväxt som berörts ovan, se till exempel The De Larosière Group, ovan not 31, s. 7, Department of the Treasury, FINANCIAL REGULATORY REFORM A NEW FOUNDATION: REBUILDING FINANCIAL SUPERVISION AND REGULATION, s. 44 och Ingves, S., DET AKTUELLA EKONOMISKA LÄGET.

tur ledde till (a) en ökad skuldtäckningsgrad bland aktörerna på de globala finansmarknaderna och (b) investeringar i alternativa produkter, såsom de finansiella innovationer som beskrivs nedan.³⁵

Finansiella innovationer

De huvudsakliga finansiella innovationerna bakom ansamlingen av kredit var kreditderivat, strukturerade produkter (framförallt så kallade Collateral Debt Obligations eller CDOs) och SIVs (Structured Investment Vehicles), vilka samtliga har bidragit till ökade möjligheter att nedmontera, ompaketera och flytta kreditrisk i finansiella tillgångar. Det är användningen av dessa innovationer som har gjort att de stora bankernas affärsmodell kunnat förändras från "originate-to-hold" till "originate-to-distribute", med ökad genomströmning av tillgångar och förbättrad likviditet som följd.³⁶ Denna strukturella förändring var en av huvudorsakerna till de problem som senare drabbade många banker, vilket närmare berörs nedan i avsnitt 2.3. Utvecklingen av respektive innovation som bidragit till denna förändring beskrivs nedan.

Kreditderivat

Som ovan nämnts är kreditderivat ett instrument som används för att överföra kreditrisk mellan olika parter på marknaden. Även om det första kreditderivatet skapades redan 1994 skedde åren innan finanskrisen en kraftig ökning av användandet; bara mellan juni 2005 och juni 2007 fyrdubblades det nominella värdet av utestående kreditderivat, från cirka 10 biljoner dollar till cirka 40 biljoner dollar.³⁷ Utvecklingen var bland annat en följd av (1) att in-

³⁵ The De Larosière Group, ovan not 31, s. 8. Det ska påpekas att denna "search for yield" troligen också påverkades av institutionernas lönomodell där ersättningen ofta beräknades med bristande hänsyn till långsiktiga resultat. Som konsekvens har regulatoriska förändringar genomförts och föreslagits, se till exempel FSB, PRINCIPLES FOR SOUND COMPENSATION PRACTICES – IMPLEMENTATION STANDARDS.

³⁶ Ett annat namn på affärsmodellen är "originate-rate-relocate", vilket betonar kreditvärderingsinstitutionens roll tydligare. Eftersom "originate-to-distribute" är den mest vedertagna termen har jag dock valt att använda mig av den i artikeln. Bland drivkrafterna bakom affärsmodellen finns bland annat möjligheten för bankerna att ägna en större del av sin verksamhet åt sådan aktivitet som genererar en hög marginal (främst tjänsteförsäljning såsom olika former av rådgivnings- och placeringstjänster), se Policy Department Economic and Scientific Policy, ovan not 19, s. 8.

³⁷ Gonzalez-Paramo, J.M., ovan not 18, s. 2. Som tidigare påpekats ökade marknaden ytterligare något fram till december 2007, se ovan not 18.

strumenten ”lärde sig” att hantera nya typer av risker, främst genom en utveckling av index som referenstillgång³⁸ (vilket underlättade diversifiering samt skapade bättre förutsättningar att ”fintrimma” investeringar genom möjligheten att köpa och sälja trancher),³⁹ (2) en ökad standardisering av dokumentationen (det var först 1999 som ISDA tog fram en uppsättning definitioner som relaterar till kreditderivat, vilka sedan uppdaterades 2003 till följd av vissa tillämpningsproblem)⁴⁰ samt (3) en förändring av användningen av kreditderivat till att i allt högre grad utnyttjas som instrument för investering och inte endast, likt tidigare, för att skydda sig mot risk.⁴¹

Strukturerade produkter

Strukturerade produkter baseras på värdepapperisering och tillhör således den bredare kategorin av ABSs (Asset-Backed Securities). Den särskiljande egenskapen är dess strukturerade emission och den inbördes rangordning som därigenom skapas mellan de olika trancherna av emitterade obligationer⁴² (typiskt sett indelas dessa i seniora, mezzanina och juniora). Genom sin konstruktion erbjuder strukturerade produkter större möjlighet för investerare att tillgodose sina specifika riskpreferenser (vilket även gör det möjligt för originatorn att ta bättre betalt) och tillsammans med de generella fördelar som finns med värdepapperisering (till exempel möjlighet för originatorn att omfördela sin balansräkning, förbättra likviditeten och hantera portföljrisker samt för investeraren att uppnå en ”säker” investering till följd av att tillgångspoolen är diversifierad och legalt separerad från originatorns övriga

³⁸ Det har angetts att användningen av index som referenstillgång ökade med 900 % bara under 2005, se Mingle, D., ovan not 6, s. 12.

³⁹ Ibid., s. 3.

⁴⁰ För en översikt av de omständigheter som ledde fram till de uppdaterade definitionerna, se Salcic, Z., ovan not 11, s. 257 ff.

⁴¹ Till följd av detta började även instrumenten att användas av andra typer av institutioner än tidigare, till exempel hedgefonder, se Mingle, D., ovan not 6, s. 12; flera av dessa valde till exempel (eftersom de insåg att det var på väg att byggas upp en bubbla på den amerikanska husmarknaden) att agera skyddsköpare i de syntetiska CDOs som såldes tiden innan finanskrisen. Ironiskt nog var det alltså delvis tron att husmarknaden skulle falla som möjliggjorde ett ökat antal investeringar med husmarknaden som säkerhet, se Tett, G., ovan not 1, s. 131 ff.

⁴² BIS, THE ROLE OF RATINGS IN STRUCTURED FINANCE: ISSUES AND IMPLICATIONS, s. 8.

verksamhet)⁴³ har det resulterat i en snabb tillväxt av marknaden; mellan 1997 och 2005 steg värdet av emitterade strukturerade produkter från 280 miljarder dollar till cirka 2,5 biljoner dollar (vilket motsvarade 43 procent av de obligationer som emitterades på världens kapitalmarknader det året).⁴⁴

En typ av strukturerad produkt som var vanlig åren innan finanskrisen (och därför kommer att ytterligare beröras nedan) är CDO, vilken utvecklades från de äldre CLO (Collateral Loan Obligations) och CBO (Collateral Bond Obligations) marknaderna.⁴⁵ Medan CLOs och CBOs baseras på lån respektive obligationer är de underliggande tillgångarna i en CDO typiskt sett av mer heterogen karaktär och kan bestå av till exempel lån, obligationer eller syntetiska exponeringar (såsom kreditderivat).⁴⁶ Åren före finanskrisen

⁴³ Policy Department Economic and Scientific Policy, ovan not 19, s. 14 ff. och BIS, *ibid.*, s. 9. Det bör påpekas att det för att tillgångspoolen ska anses vara legalt separerad från originatorn krävs att transaktionen är att klassificera som en så kallad "true sale". Bland de legala risker som därvid måste beaktas vid utformningen av dokumentationen kan nämnas (1) att överlåtelsen omklassificeras till ett säkerställt lån där säkerheten senare inte står sig eftersom den inte har registrerats (beakta den definition av överlåtelse som görs i *Re Georg Inglefield* och kravet på att registrera säkerheter i paras. 860 och 874(1) *Companies Act 2006*), (2) att transaktionen är ogiltig mot låntagaren eftersom den gjorts i strid med ett överlåtelseförbud (se till exempel *Linden Gardens Trust Ltd. v. Lenesta Sludge Disposals Ltd.*), vilket innebär att kvittningsrätten för låntagaren i originatorns konkurs består (enligt regel 4.90 i *Insolvency Rules 1986*, vilket troligen även gäller vid administration och regel 2.85 i *Insolvency Rules 1986*, se *Raines, M., Lau, F., UK SECURITISATION*, s. 28), (3) att transaktionen är möjlig att återvinna (till exempel på grund av att SPVt som en del i kreditförstärkningen tillförts ett övervärde), se para. 238 i *Insolvency Act 1986* men även undantaget i para. 238(5) för transaktioner som görs i kommersiellt syfte), (4) att säkerheten i det fall återbetalningarna på lånen fortsätter att administreras av långgivaren anses vara en "floating charge" istället för en "fixed charge" med försämrad prioriteringsordning som följd (beakta *National Westminster Bank PLC v. Spectrum Plus Ltd.* och kravet att även avkastningen på tillgångarna måste omfattas av en "fixed charge") och (5) att de överlåtna tillgångarna är behäftade med fel såsom att kvittningsrätt föreligger för låntagaren gentemot SPVt för krav mot originatorn eller att originatorn aldrig har haft rätt att ingå låneavtalet (speciella regler uppställs till exempel i *Consumer Credit Act 1974* och 2006 i relation till konsumentkrediter). För ytterligare information om de legala riskerna vid värdepapperisering och generellt vid överlåtelse av låneavtal, se till exempel *McKnight, A., LAW OF INTERNATIONAL FINANCE*, s. 657 ff. och s. 697 ff.

⁴⁴ BIS, ovan not 42, s. 8 och *McKnight, A., ibid.*, s. 687.

⁴⁵ Policy Department Economic and Scientific Policy, ovan not 19, s. 12.

⁴⁶ *Ibid.* och BIS, ovan not 42, s. 5. Tillgångspoolen i en CDO är alltså mer diversifierad än i många andra typer av strukturerade produkter vilket, åtminstone i teorin, innebär en mer stabiliserande verkan på marknaden. Att den praktiska effekten av användningen av CDOs åren innan finanskrisen istället var att skapa en ökad riskkoncentration kommer att diskuteras nedan.

var det populärt med CDOs vars underliggande tillgångar var obligationer från tidigare värdepapperiseringar⁴⁷ och det var även populärt (till följd av den ”search for yield” som rådde på marknaden) att åtminstone till viss del låta transaktionen baseras på tillgångar med relativt hög risk (typiskt sett amerikanska subprimelån).

Slutligen ska påpekas att det precis som vid andra typer av ABSs är möjligt att skapa *syntetiska* strukturerade produkter (till exempel syntetiska CDOs) genom att istället för att överlåta tillgångarna från originatorn till SPVt använda kreditderivat (såsom ett indexrelaterat kreditderivat där indexet baseras på den typ av tillgångar som man önskar exponera sig mot) för att uppnå en motsvarande praktisk effekt.⁴⁸

Structured investment vehicles

Bland de innovationer som bidragit till utvecklingen av ”originate-to-distribute” modellen och, i ett större perspektiv, till ansamlingen av kredit i det finansiella systemet, bör slutligen SIVs lyftas fram. Precis som övriga beskrivna innovationer har utvecklingen av dessa varit snabb; 2003 rapporterades det att cirka 100 miljarder dollar fanns placerade i SIVs och 2007 hade den siffran stigit till cirka 300 miljarder dollar.⁴⁹

En SIV är ett bolag (typiskt sett upprättat av en bank) som investerar i tillgångar med förhållandevis lång löptid (åren innan finanskrisen var det till exempel vanligt med värdepapper från de seniora trancherna av CDOs kopplade till den amerikanska subprimemarknaden) och som finansierar sig genom kontinuerliga emissioner av värdepapper med relativt kort löptid.⁵⁰ Verksamheten i en SIV (med likvid inlåning och skulder som löper över längre tid) visar därmed likheter med den som bedrivs av en bank även om det ska påpekas att det inte finns några krav på kapitaltäckning eller övriga regulatoriska krav motsvarande dem i en bank.⁵¹ Genom sina investeringar

⁴⁷ I vissa fall skedde till och med ytterligare en eller två värdepapperiseringar av de emitterade obligationerna vilket skapade så kallade CDO squared respektive CDO cubed.

⁴⁸ Bland fördelarna med en syntetisk struktur kan nämnas att man kommer runt de legala risker som i korthet beskrevs under ovan not 43. Bland nackdelarna kan nämnas att transaktionen inte förbättrar originatorns likviditet.

⁴⁹ FSA, ovan not 32, s. 20.

⁵⁰ Ibid., s. 21.

⁵¹ Det bör tilläggas att inte heller banken som upprättat bolaget behövde hålla regulatoriskt kapital mot dess förpliktelser. Detta gällde även i de fall som det fanns avtalat om likviditetsåtaganden mellan banken och bolaget eftersom åtagandet i regel hade en löptid på

var bolagen åren innan finanskrisen en viktig ”mellanhand” i det maskineri som producerade CDOs för försäljning till investerare världen över. Det hade visserligen varit möjligt att sköta försäljningen av instrumenten även utan SIVs (och i vissa fall gjordes också det), men försäljningskanalen innebar åtminstone två uppenbara fördelar: (1) den möjliggjorde ytterligare förtjänst genom att inlåningsräntan i en SIV (eftersom den avser en kort löptid) typiskt sett är lägre än utlåningsräntan (som baseras på en längre löptid),⁵² och; (2) den erbjöd en bra ”avstjälningsplats” för de tillgångar som bankerna ville lyfta bort från sina (regulatoriska och redovisningsmässiga) balansräkningar.⁵³

De finansiella innovationer som utvecklades och ökade i användning under den här tiden (huvudsakligen kreditderivat, CDOs och SIVs) var enligt mig till största delen en *konsekvens* av de makroekonomiska förhållandena och den ”search for yield” som dessa skapade; utvecklingen drevs av en önskan om exponering mot mer riskfyllda tillgångar, till exempel subprime-marknaden, och de finansiella innovationerna togs fram som ett ”säkert” sätt att uppnå en sådan exponering.⁵⁴ Till viss del anser jag dock att de även kan beskrivas som en *drivkraft* bakom utvecklingen eftersom (1) produkterna (och den affärsmodell för bankerna som de möjliggjorde) bidrog till att ytterligare öka likviditeten i systemet (vilket även förstärkte rådande ”search for yield”) och (2) de skapade, genom att vara byggda på principen om spridning av risk, en tro på att man förbättrat det finansiella systemets förmåga att hantera, fördela och ”pulvrисera” risk, vilket i sin tur påverkade (a) risktagandet hos individuella institutioner såväl som (b) beteendet hos lagstiftare och tillsynsmyndigheter (se avsnittet nedan). De makroekonomiska förhållandena och de finansiella innovationerna kan sammanfattningsvis sägas ha växelvis påverkat varandra på ett sätt som, eftersom det skedde i en miljö som präglades av regulatoriska brister, resulterade i en ansamling av kredit.

mindre än ett år, vilket var den gräns som gällde enligt Baselreglerna, se Tett, G., ovan not 1, s. 97 f.

⁵² Policy Department Economic and Scientific Policy, ovan not 19, s. 11. Förtjänsten förstärktes ytterligare av bolagens höga skuldtäckningsgrad.

⁵³ Se till exempel Tett, G., WHY WE SHOULD ALL WATCH WHAT BARCLAYS DOES IN THE CELLAR.

⁵⁴ Se även Shadab, H.B., GUILTY BY ASSOCIATION? REGULATING CREDIT DEFAULT SWAPS, där det bland annat framförs att den ökade användningen kreditderivat var just en konsekvens av övriga omständigheter.

Regulatoriska brister

De regulatoriska bristerna, vilka huvudsakligen är att hänföra till utformningen av kapitaltäckningsreglerna, kan delas upp i (1) felaktiga incitament och (2) ”luckor” i regelverket. De felaktiga incitamenten består dels av kapitaltäckningsreglernas inneboende procyklikalitet (som förstärktes vid införandet av Basel II genom dess ökade riskkänslighet), vilken har drivit en ökad utlåning i tider av ekonomisk tillväxt⁵⁵ och dels av de villkor som tillämpats för riskvägning av tillgångar eftersom dessa har uppmuntrat utvecklingen av de finansiella innovationer som beskrivits ovan. Kreditderivat har exempelvis godkänts som ett sätt att flytta kreditrisk och då riskvägningen endast omfattar de tillgångar som faktiskt finns på bankens (regulatoriska) balansräkning har reglerna skapat incitament att ”göra sig av med” tillgångar genom att till exempel paketera dem i CDOs för försäljning till investerare och SIVs.⁵⁶

Kapitaltäckningsreglerna relaterar dessutom som bekant endast till kapital, med följderna att de inte hanterar likviditetsrisken i finansiella institutioner. Till följd av övergången till ”originate-to-distribute” modellen och den därigenom ökade betydelsen av likviditet har det därför uppstått en ”lucka” i reglerna. Mer fokus på likviditet hade verkat hämmande på bankernas användande av den nya affärsmodellen och därmed, i ett större perspektiv, på ansamlingen av kredit i det finansiella systemet.⁵⁷

⁵⁵ På samma sätt bidrar reglerna till att strama åt tillgången till kredit i en lågkonjunktur, vilket riskerar att försvåra en återhämtning, se till exempel FSF, REPORT OF THE FINANCIAL STABILITY FORUM ON ADDRESSING PROCYCLICALITY IN THE FINANCIAL SYSTEM, s. 8. Som svar på problemet med procyklikalitet har det bland annat diskuterats att införa krav som påminner om de som redan finns i Spanien med dynamiska reserveringar som grundas på kreditförluster över flera konjunkturcykler eller att låta stigande tillgångspriser resultera i högre kapitalkrav (stigande huspriser skulle till exempel kunna resultera i högre kapitalkrav för just huslån), se Pettersson, O., ovan not 31, s. 47 och Goddard, C., Persuad, A., HOW TO AVOID THE NEXT CRASH.

⁵⁶ De här bristerna i kapitaltäckningsreglerna är enligt mig en viktig del av förklaringen till att exempelvis de brittiska bankerna hade kapital motsvarande 12 % i början av 2007 (det vill säga 150 % av den regulatoriska miniminivån) men ändå inte klarade av att stå emot den kommande krisen (siffrorna är från Tett, G., ovan not 1, s. 162).

⁵⁷ Det ska påpekas att denna ”lucka” just nu är på väg att täppas igen. Beakta till exempel förslaget att tvinga engelska banker att hålla en högre andel av sina tillgångar i kontanter eller likvida statsobligationer, se till exempel Jenkins, P., Masters, B., FSA SETS OUT TOUGH NEW LIQUIDITY RULES.

Sammanfattning av kreditderivatens roll i steg 1

Sammanfattningsvis kan sägas att den grundläggande orsaken till ansamlingen av kredit (som i sin tur var en grundläggande orsak till finanskrisen) var makroekonomiska förhållanden, en tro på fortsatt tillväxt (inte minst på husmarknaden) och det marknadsklimat som därigenom växte fram där man utsatte sig för allt högre skuldtäckningsgrad (vilket även godtogs av lagstiftare och tillsynsmyndigheter). De finansiella innovationerna (inklusive kreditderivaten) har huvudsakligen haft en indirekt betydelse genom att utgöra de *instrument* som använts av parterna. Problemen relaterar alltså till användningen av produkterna (snarare än produkterna som sådana), vilken enligt mig drivits av en övertro på deras förmåga att ”trolla bort” risk och begränsa effekterna av en eventuell framtida instabilitet på finansmarknaderna. Det var den här övertron som tillsammans med en jakt på högre avkastning drev investerare till att använda instrumenten för att öka sin skuldtäckningsgrad och det var, enligt mig, på samma grund som lagstiftare och tillsynsmyndigheter accepterade och i vissa fall även uppmuntrade utvecklingen. Ett framtida regelverk bör därför syfta till att begränsa möjligheten att överutnyttja dessa (eller andra) finansiella innovationer snarare än att förändra instrumenten som sådana.

Steg 2: Felaktig värdering och fördelning av risk

Effekterna av ansamlingen av kredit förvärrades av att den medföljande kreditrisken (till följd av en generell undervärdering) fördelades fel i det finansiella systemet (det vill säga med en alltför stor riskexponering i vissa institutioner). De viktigaste faktorerna som bidrog till detta var enligt mig (1) brister i kreditvärderingsinstitutens värderingar av huvudsakligen CDOs (inklusive syntetiska), (2) en osund tilltro till kreditbetygen bland investerare (vilken indirekt även uppmuntrades av lagstiftare), och (3) brister i tillsynen av institutionernas riskhantering. Dessa tre faktorer utvecklas nedan.

Kreditvärderingsinstitutens ansvar

Kreditvärderingsinstitutens roll i utvecklingen av marknaden för kreditderivat och strukturerade produkter har varit central. Ett kreditbetygs informativa funktion⁵⁸ är nämligen särskilt viktig i relation till värderingen av dessa

⁵⁸ Se till exempel Dittrich, F., THE CREDIT RATING INDUSTRY: COMPETITION AND REGULATION, s. 14, angående ett kreditbetygs olika funktioner.

instrument på grund av dess strukturella komplexitet.⁵⁹ Utöver de svårigheter som det innebär att bedöma kreditvärdigheten i den underliggande tillgångspoolen (speciellt i det fall denna kan varieras såsom ofta är fallet i CDOs)⁶⁰ måste en investerare till exempel även ta hänsyn till strukturen av trancher, hållbarheten i diverse kredit- och likviditetsförstärkningar samt kreditvärdigheten hos monoliner, skyddssäljare och andra motparter i transaktionen. I praktiken har därför ett tillräckligt högt kreditbetyg varit en förutsättning för investering.

Problemet med kreditbetygen på flera av de strukturerade produkter som emitterades åren innan finanskrisen var dock att de baserades på en undervärdering av risk. I efterhand kan alltså konstateras att kreditvärderingsinstitutet inte tillräckligt förstod riskerna med de instrument som värderades. Det har hävdats att deras agerande åtminstone delvis förklaras av en önskan att ta del av den lukrativa marknad som värdering av strukturerade produkter erbjöd; även kreditvärderingsinstitutet kan alltså enligt ett sådant resonemang sägas ha drivits av (och låtit kreditbetygen ha påverkats av) en ”search for yield”.⁶¹ Effekten av kreditvärderingsinstitutets beteende förvärrades dessutom av en osund tilltro till kreditbetygen bland investerare.

Investerarnas ansvar

Investerarnas beteende åren innan finanskrisen präglades av en ”outsourcing” av riskbedömningen till kreditvärderingsinstitutet; de gjorde, enkelt uttryckt, inte en tillräcklig due diligence.⁶² Därmed befästes undervärderingen av risk. Beteendet har, utöver vad som närmast är att beskriva som bekvämlighet hos investerare, indirekt även påverkats och uppmuntrats av den

⁵⁹ Se till exempel Commission of European Securities Regulators, *TRANSPARENCY OF CORPORATE BOND, STRUCTURED FINANCE PRODUCT AND CREDIT DERIVATIVES MARKETS*, s. 32.

⁶⁰ SEC, *SUMMARY REPORT OF ISSUES IDENTIFIED IN THE COMMISSIONS STAFF'S EXAMINATIONS OF SELECT CREDIT RATING AGENCIES*, s. 9.

⁶¹ Till följd dessa omständigheter har ny reglering införts som avser att säkerställa kvaliteten på och oberoendet i deras arbete. Angående reglering i Europa, se *POSITION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT ADOPTED AT FIRST READING ON 23 APRIL 2009 WITH A VIEW TO THE ADOPTION OF DIRECTIVE 2009/.../EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL ON CREDIT RATING AGENCIES* och för reglering i USA, se *Credit Rating Agency Reform Act 2006* och SEC, *AMENDMENTS TO RULES FOR NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS*.

⁶² Se till exempel Blankfein, L., ovan not 27.

ökade användningen av kreditbetygsbaserad lagstiftning. Det främsta exemplet är kapitaltäckningsreglerna där man som bekant i schablonmetoden bestämmer det regulatoriska kapitalet utifrån det kreditbetyg som en viss tillgång har. Andra områden där kreditbetyg används är olika typer av investeringsrestriktioner.⁶³

Den höga tilltron till kreditbetyg medförde, utöver en överexponering mot risk, ett homogent beteende hos investerare vilket var en viktig orsak till den instabilitet som senare drabbade de finansiella marknaderna (se nedan avsnitt *Likviditetskris*).

Tillsynsmyndigheternas ansvar

Slutligen ska lyftas fram att tillsynsmyndigheterna godkände riskhanteringen i finansiella institutioner åren innan finanskrisen.⁶⁴ Godkännandet omfattande till exempel att vissa tillgångar behandlades som ”säkra” (såsom seniora trancher av CDOs baserade på amerikanska subprimelån) och att det skedde en allmän höjning av skuld täckningsgraden.⁶⁵ I efterhand kan alltså sägas att även tillsynsmyndigheterna agerade utifrån en otillräcklig förståelse för instrumentens inneboende risker.

Sammanfattning av kreditderivatens roll i steg 2

Till viss del påverkades utvecklingen i steg 2 av brister i kreditderivaten som sådana eftersom instrumenten (framförallt i det fall de inkluderades i syntetiska strukturerade produkter) med sin komplexitet försvårade kreditbedömningen och skapade incitament till ”outsourcing” av risk. Trots det anser jag inte, vilket kommer att framgå ytterligare i nästföljande avsnitt, att det finns skäl att med *produktreglering* begränsa instrumentens komplexitet. Det största problemet i steg 2 var, trots allt, parternas beteende; jag menar att age-

⁶³ Beakta till exempel Investment Act 1940 i USA där vissa fondbolag är begränsade till att investera i sådana tillgångar som har tillräckligt högt kreditbetyg. Även användningen av kreditbetygsbaserad reglering är föremål för diskussion efter krisen och förslag har presenterats om att reducera användningen. För positionen i USA, se US Treasury Public Affairs, ADMINISTRATIONS REGULATORY REFORM AGENDA MOVES FORWARD: CREDIT RATING AGENCY REFORM LEGISLATION SENT TO CAPITAL HILL och för positionen i Storbritannien, se HM Treasury, REFORMING FINANCIAL MARKETS, para. 6.44.

⁶⁴ Se till exempel gällande tillsynen av AIG Gerth, J., WAS AIG WATCHDOG NOT UP FOR THE JOB?

⁶⁵ The De Larosiére Group, ovan not 31, s. 8.

randet hos såväl kreditvärderingsinstitut, investerare och tillsynsmyndigheter präglades av vad som bäst beskrivs som en *ansvarslöshet*, vilken lagt grunden till framväxten av en marknad som inte fullt ut förstås. Utöver att stärka regelverket kring kreditvärderingsinstitut samt förändra organisation och kultur hos tillsynsmyndigheter (vilket inte direkt relaterar till kreditderivat och därför inte berörs ytterligare i den här artikeln) anser jag därför att man bör ”tvinga” fram en högre grad av ansvar genom att bland annat göra det dyrare att sälja och köpa instrument som är särskilt komplexa. Vidare finns det skäl att argumentera för en ökad transparens på marknaden för handel med kreditderivat (avseende till exempel uteliggande positioner) eftersom det hade underlättat tillsynsmyndigheternas arbete med att säkerställa riskhanteringen i individuella institutioner.⁶⁶

Steg 3: Misstro och ”flockbeteende”

De två avsnitten ovan har avsett att beskriva den miljö i vilken finanskrisen bröt ut. Enkelt uttryckt handlade det alltså om att alltför mycket kredit och skuld byggdes upp, värderades och fördelades på ett felaktigt sätt. Detta avsnitt avser att beskriva hur krisen, utifrån den bakgrund som beskrivits ovan, slutligen bröt ut. Jag anser att man kan dela upp utvecklingen i följande tre faser: (1) likviditetskris; (2) solvenskris, och; (3) kris på aktiemarknaden och i den reala ekonomin. Avsnittet nedan är därför strukturerat i enlighet med det.

Likviditetskris

Det anses allmänt att den utlösande faktorn var problemen på den amerikanska subprimemarknaden. Denna hade åren före krisen vuxit kraftigt⁶⁷ men

⁶⁶ Att detta var ett problem i finanskrisen stöds av till exempel Commission of the EC, COMMISSION STAFF WORKING PAPER ACCOMPANYING THE COMMISSION COMMUNICATION ENSURING EFFICIENT, SAFE AND SOUND DERIVATIVES MARKETS, s. 6.

⁶⁷ Bara mellan 2003 och 2007 tillkom närmare fem miljoner subprimelån i USA, se Bair, S.C., STRENGTHENING THE ECONOMY: FORECLOSURE PREVENTION AND NEIGHBORHOOD PRESERVATION. Bakom utvecklingen av subprimemarknaden finns politiska och sociala ambitioner att erbjuda hushåll till människor med låg inkomst, vilket har resulterat i att dessa ambitioner har pekats ut som en av drivkrafterna bakom krisen (genom att vara en av orsakerna till kreditansamlingen och de stigande huspriserna), se till exempel Ingves, S., ovan not 34 och The De Larosière Group, ovan not 31, s. 7. Det är dock i en sådan argumentation viktigt att komma ihåg att det under lång tid i USA har funnits liknande sociala och politiska ambitioner (Community Reinvestment Act instiftades till exempel redan 1977) och det är därför svårt att se ett tydligt

drabbades under 2007 hårt av den generella nedgången på fastighetsmarknaden, vilket resulterade i justerade kreditbetyg för de produkter, huvudsakligen CDOs, där amerikanska subprimelån utgjorde säkerhet.⁶⁸ Detta skapade i sin tur en osäkerhet på marknaden, vilken följdes av en kollektiv flykt från alla typer av strukturerade produkter (det vill säga även sådana produkter där den underliggande säkerheten inte bestod av subprimelån).⁶⁹ Problemen illustrerar väl den risk som är förknippad med alltför stor homogenitet i investerarens beteende (som i det här fallet grundades på en alltför hög tilltro till kreditbetyg); i en krissituation kan det ”encourage firms to act as a herd, charging toward the cliff edge together.”⁷⁰

Misstron mot strukturerade produkter ströp likviditeten för de banker som gjort sig beroende av ”originate-to-distribute” modellen. Dessutom tvingades flera av dem – till följd av såväl uttryckliga likviditetsåtaganden som informella krav från investerare – att skjuta till kapital till de SIVs man upprättat och som, likt bankerna, hade svårt att hitta investerare som var villiga att köpa strukturerade produkter.⁷¹ Även interbankmarknaden frös till följd av den osäkerhet som fanns kring andra bankers exponeringar mot subprimebaserade tillgångar (en stor del av trancherna i CDOs hade nämligen blivit kvar på balansräkningarna hos bankerna antingen direkt som en investering, det vill säga de fanns i bankens handelslager, eller indirekt genom att man överlät tillgångarna men samtidigt var skydds säljare i ett avtal om kreditderivat avseende samma tillgångar),⁷² vilket ytterligare bidrog till den be-

samband mellan dessa och utbrottet av finanskrisen (värt att notera i sammanhanget är även att de statliga bolåneinstituterna Fannie Mae och Freddie Mac båda förlorade marknadsandelar i subprimeutlåningen under 2000-talet), se Pettersson, O., ovan not 31, s. 29 f. Detta är också anledningen till att jag, även om jag håller med om att omständigheterna kan ha spelat en viss roll, har valt att inte inkludera politiska och sociala ambitioner som en av orsakerna bakom den ansamling av kredit som beskrivs i denna artikel.

⁶⁸ Cirka två tredjedelar av subprimelånen hade värdepapperiserats och de emitterade värdepappren var en vanlig säkerhet i CDOs, se Walker, G.A., CREDIT CRISIS: REGULATORY AND FINANCIAL SYSTEMS REFORM, p. 569.

⁶⁹ FSE, REPORT OF THE FINANCIAL STABILITY FORUM ON ENHANCING MARKET AND INSTITUTIONAL RESILIENCE, s. 6. En viktig förklaring till det här beteendet var att instrumenten lockat investerare just därför att de var ”säkra” och således var det fråga om en kategori investerare som, enkelt uttryckt, inte vågade chansa, se Tett, G., ovan not 1, s. 177.

⁷⁰ Policy Department Economic and Scientific Policy, ovan not 19, s. 6.

⁷¹ FSA, ovan not 32, s. 20.

⁷² Den riskspridning som i teorin följer med användandet av CDOs hade alltså i praktiken ersatts av en ökad riskkoncentration.

gränsade likviditeten.⁷³ Sammanfattningsvis kan alltså sägas att det var miss-tron och rädslan för exponering snarare än den faktiska exponeringen som ledde till en global illikviditet i det finansiella systemet.⁷⁴

Solvenskris

Det som började med en likviditetskris utvecklades efter en tid även till en solvenskris när banker och andra finansiella institutioner på grund av den vikande marknaden drevs till att nedvärdera sina tillgångar. Ofta tvingades man dessutom sälja dessa till kraftigt reducerade priser (så kallade firesales) för att klara regulatoriska och ekonomiska (baserat på VaR principen) kapitaltäckningskrav,⁷⁵ vilket ytterligare sänkte tillgångspriserna. En negativ spiral startade därmed som till slut resulterade i statligt stöd för ett stort antal finansiella institutioner genom olika former av garantier, kapitaltillskott och i vissa fall förstatligande.

Kris på aktiemarknaden och i den reala ekonomin

Det var vid Lehman Brothers konkurs som krisen spred sig utanför finansmarknaderna, vidare till aktiemarknaderna och slutligen till den reala ekonomin.⁷⁶ Bakgrunden var den oro som konkursen skapade avseende storleken på den pågående krisen och länders möjlighet (och vilja) att stötta sviktande institutioner. I relation till kreditderivat medförde den även en förstärkning av oron för motpartsrisk,⁷⁷ vilken, som ytterligare berörs nedan, även hade betydelse för räddningen av AIG.

⁷³ FSA, ovan not 32, s. 16.

⁷⁴ Det ska påpekas att utöver banker och SIVs påverkades även andra typer av finansiella institutioner av illikviditeten. Bland förändringar det senaste decenniet hör nämligen att en allt större del av löptidsomvandlingen i samhället har kommit att ske utanför banker, vilket innebär att behovet av likviditet omfattar flera olika typer av institutioner (det brukar talas om att det har växt fram ett "shadow banking system"). Som exempel kan nämnas att värdet av utestående repor som används av investmentbanker tredubblades mellan 2001 och 2007, se *ibid.*, s. 21.

⁷⁵ Pettersson, O., ovan not 31, s. 23 och The De Larosiere Group, ovan not 31, s. 11 f.

⁷⁶ Se till exempel Walker, G., CREDIT CONTRACTION, FINANCIAL COLLAPSE AND GLOBAL RECESSION, Pettersson, O., *ibid.*, s. 9 och Mohan, R., ovan not 31, s. 5.

⁷⁷ Även de institutioner som inte hade någon direkt exponering mot Lehman Brothers delade denna oro eftersom deras motparter i sin tur mycket väl kunde ha ingått avtal med Lehman Brothers, se Commission of the EC, ovan not 66, s. 5 f. och Grant, J. et al., COLLATERAL DAMAGE.

Problemen med AIG började hos ett av deras dotterbolag, AIGFP (AIG Financial Products), som hade "försäkrat" (genom kreditderivat) många av de bolånerelaterade värdepapper som emitterats åren innan finanskrisen.⁷⁸ Eftersom kreditderivat inte inkluderades i den regulatoriska definitionen av försäkring⁷⁹ (och således inte resulterade i krav på kapitaltäckning)⁸⁰ och AIGFP – eftersom de kunnat dra nytta av sitt moderbolags kreditvärdighet – endast i undantagsfall ställt säkerhet för transaktionerna, kunde inte AIGFP (eller AIG) stå emot nedgången på marknaden.⁸¹ Till följd av oron för de förluster som skulle drabba AIGFP's och AIG's motparter (och de därmed potentiella systemeffekterna) i händelse av konkurs (det vill säga av rädsla för motpartsrisken)⁸² valdes att skjuta till 85 miljarder dollar i kapital i utbyte mot 80 procents ägande i AIG.⁸³

Sammanfattning av kreditderivatens roll i steg 3

Jag anser att kreditderivaten hade betydelse för utvecklingen av steg 3 genom att (1) bidra till en osäkerhet kring vilka institutioner som var exponerade mot subprimemarknaden (och därmed till den allmänna misstron på marknaden), (2) lägga grunden för den motpartsrisk som resulterade i bland annat räddningen av AIG och (3) vara det instrument med vilket till exempel

⁷⁸ Det har angetts att cirka en tredjedel av den totala mängden kreditderivat hos AIG var kopplade till värdepapperiserade produkter med tillgångar från husmarknaden som referenstillgång, Gensler G., OTC DERIVATIVES REGULATION.

⁷⁹ Se även nedan angående de förslag som presenterats efter krisen om att inkludera kreditderivat i definitionen av försäkring.

⁸⁰ Shadab, H.B., ovan not 54, s. 36. Det ska dock påpekas att State of New York Insurance Department numera hanterar de avtal om kreditderivat där skyddsköparen äger referenstillgången som försäkringsprodukt, med de regulatoriska följder som det får, se State of New York Insurance Department, Circular Letter No. 19.

⁸¹ Liknande problem drabbade även ett stort antal monoliners som genom att ingå avtal om kreditderivat, via dotterbolag som ej var klassificerade som försäkringsbolag (alltså en form av SPVs som i det här sammanhanget dock hänvisas till som "transformers"), överexponerade sig mot subprimemarknaden, se Morrison & Foerster LLP, CREDIT DEFAULT SWAPS AS INSURANCE: ONE REGULATOR OR MANY?, s. 2.

⁸² Se till exempel Council on Foreign Relations, CREDIT DEFAULT SWAPS, CLEARING HOUSES AND EXCHANGES, s. 3.

⁸³ Pettersson, O., ovan not 31, s. 9. Ytterligare 77 miljarder dollar tillfördes AIG under oktober och november 2008, se s. 12. Händelserna har bland annat resulterat i förslag på förändringar av regleringen kring försäkringsbolag för att bättre hantera de risker som kommer ifrån verksamheter som bedrivs av andra bolag (till exempel dotterbolag) men som indirekt kan påverka försäkringsbolaget, se till exempel Department of the Treasury, ovan not 34, s. 40 f.

AIGFP tog på sig för mycket risk (utan att behöva ställa säkerhet eller avsätta regulatoriskt kapital). Det förstnämnda problemet är huvudsakligen att hänföra till bristande transparens på marknaden för handel med kreditderivat. Det andra problemet grundas bland annat på avsaknaden av central motpartsclearing. Det tredje problemet, slutligen, relaterar till användningen av kreditderivat (vilket även lyfts fram som ett problem i relation till steg 1 ovan) men även till otillräckliga krav på de parter som handlar med kreditderivat, dels från tillsynsmyndigheter (avseende regulatoriskt kapital) och dels från avtalsmotparter (avseende krav på säkerhet). Inte heller i relation till steg 3 finns alltså anledning att ”skylla på” kreditderivaten som sådana, även om omständigheterna, som ovan framkommit, ger skäl till en diskussion om den infrastruktur som omger handel med kreditderivat, vilka parter som bör omfattas av offentlig tillsyn och hur man förbättrar institutioners riskhantering i samband med handel med kreditderivat.

Del 3 Reglering av kreditderivat

Ovan har jag argumenterat för att kreditderivat spelade en viss roll i uppbyggnaden och utvecklingen av finanskrisen även om de var långt ifrån den enda, eller ens den viktigaste, orsaken. Instrumenten var istället *en* del av ett större sammanhang där de olika komponenterna (till exempel lågräntepolitik, ”slapp” reglering, undervärdering av risk och homogenitet i investerarbeteende) knöts ihop av ett kollektivt intellektuellt snedsteg där parterna på marknaden (inklusive lagstiftare och tillsynsmyndigheter) lät sig ”förblindas” av flera år av god ekonomisk tillväxt och av de potentiella fördelar som de finansiella innovationerna medförde avseende att sprida risker och därigenom öka marknads förmåga att stå emot volatilitet.⁸⁴ För att stärka det finansiella systemet är därför flera typer av förändringar nödvändiga. Dessa bör syfta till att åtgärda exempelvis de problem som relaterar till kapital, procykliskitet, incitament, likviditet, skuldtäkningsgrad och kvalitet på och tilltro till kreditbetyg (både från lagstiftare och marknad). På ett mer övergripande plan väcker finanskrisen frågor kring vilka typer av risker som ska tillåtas i banker och hur man ska utforma ett insolvensrättsligt regelverk som kan hantera gränsöverskridande konkurser för finansiella institutioner. Dessa

⁸⁴ Se även Persuad, A., BOOMTIME POLITICIANS WILL NOT REIN IN THE BANKERS, där det påpekas att just övertro är en återkommande orsak till bubblor i ekonomin; jämförelse görs bland annat med den övertro på IT-industrin som drev framväxten av IT-bubblan för cirka ett decennium sedan.

aspekter kommer dock inte att närmare utvecklas i den här artikeln eftersom de är alltför generella; jag har valt att begränsa mig till reglering som relaterar mer specifikt till kreditderivat.⁸⁵

Jag har vidare i det föregående avsnittet argumenterat för att problemen med kreditderivat inte relaterar till instrumenten som sådana utan huvudsakligen till (1) parternas användning, (2) ”infrastrukturella” svagheter i marknaden i form av bristande transparens samt rutiner kring ställande av säkerhet och clearing, och (3) otillräcklig tillsyn av de parter som handlar med kreditderivat. Mer konkret har följande problem identifierats och det är dessa som ligger till grund för mina kommande förslag till reglering:

1. Kreditderivat användes som instrument för att öka mängden kredit i det finansiella systemet.
2. Kreditderivatens komplexitet (huvudsakligen i de fall de inkluderades i syntetiska strukturerade produkter) tillsammans med en ansvarslöshet hos de inblandade parterna gjorde att instrumenten värderades, köptes och såldes utan att fullt ut förstås, vilket resulterade i en överexponering mot risk.
3. Kreditderivat bidrog, genom att ”binda samman” institutioner på ett sätt som var svårt att överblicka, till en generell osäkerhet när subprimemarknaden vände.
4. Kreditderivat clearades bilateralt vilket grundlade den oro för motparts-risk som bland annat låg bakom räddningen av AIG.
5. Kreditderivat användes av institutioner vars verksamhet var föremål för otillräckliga krav från tillsynsmyndigheter och marknad, vilket resulterade i ett alltför dåligt ”skyddsnät” i form av till exempel krav på regulatoriskt kapital och på ställande av säkerhet.

Jag anser inte att ovanstående omständigheter motiverar en ökad *produkt*reglering av kreditderivat, men däremot en ökad *parts*- och *marknads*reglering. Nedan kommer jag därför att argumentera för att det i relation till handel med kreditderivat bör införas (1) ett bredare och mer anpassningsbart regelverk, (2) krav på central motparts-clearing för standardiserade kreditderivat,

⁸⁵ Det ska för tydlighets skull påpekas att detta även inkluderar syntetiska produkter (till exempel syntetiska CDOs) eftersom dessa bygger på en användning av kreditderivat. Vidare ska noteras att jag i begreppet ”reglering av kreditderivat” utöver reglering av instrumenten som sådana även inkluderar reglering av marknaden för handel med kreditderivat och av parterna som ingår avtal om kreditderivat.

(3) högre kapitalkrav, (4) krav på rapportering, och (5) ett internationellt harmoniserat regelverk.

Det gemensamma och övergripande motivet bakom mina förslag är att de bidrar till att begränsa den potentiella systemrisk som följer med användningen av kreditderivat. Förslagen kommer dock, som alltid i fallet med ökad reglering, att innebära kostnader för användarna. Detta är också grunden till de farhågor som framförts från flera håll att en ökad reglering kan försvåra för företag att hedga risker och därmed hämma utvecklingen i den reala ekonomin.⁸⁶ Det spänningsförhållande som denna diskussion ger uttryck för illustrerades väl av den utveckling som föranledde finanskrisen; den grundläggande orsaken var ju en ansamling av (alltför billig) kredit i det finansiella systemet vilket under många år bidrog till att driva den reala ekonomin men senare visade sig medföra en stor systemrisk. Det är därför i det här sammanhanget värt att reflektera över vad som är mest eftersträfvansvärt av två hypotetiska situationer: hög tillväxt med instabilitet eller låg tillväxt med stabilitet. Även om alternativen utgör grova förenklingar anser jag att principiella skäl talar för det sistnämnda alternativet; en kris likt den vi just nu upplever slår hårdast mot utsatta grupper och finansiell stabilitet kan därför, även om vi för resonemangets skull accepterar att det leder till en totalt sett sämre ekonomisk utveckling, motiveras av sociala hänsynstaganden och rättviseargument. Dessutom ska påpekas att jag i mina förslag till reglering har försökt att begränsa de externa kostnaderna av åtgärderna genom att föreslå att kraven ska anpassas till olika typer av användare och användning (se nedan avsnitt *Förslag 1: Ett bredare och mer anpassningsbart regelverk*).

Slutligen ska påpekas att flera av de aspekter som jag anser bör regleras redan är föremål för ett förändringsarbete som drivs av marknaden själv (efter påtryckningar från lagstiftare och tillsynsmyndigheter). Det kan bland annat nämnas att en ökad rapportering av handel med kreditderivat till informationscentraler (*eng.* data repositories) har införts och en allt högre andel av handeln sker även med användande av central motpartsclearing och mot villkor om ställande av säkerhet.⁸⁷ Även om den snabbhet med vilken åtgärderna vidtagits illustrerar en av de fördelar som generellt finns med självreglering,

⁸⁶ Se till exempel Malet, V., et al., BANKERS FEAR OVER-REGULATION, Grant, J., et al., ovan not 77, Gapper, J., CLEARING UP THE FUTURE OF FUTURES och Grant, J., INDUSTRIAL GROUPS WARN ON OTC RULES.

⁸⁷ För en översikt av genomförda och planerade marknadsinitiativ, se till exempel det brev från ISDA et al. som skickades till utvalda tillsynsmyndigheter den 2 juni 2009 (det så kallade OMG Letter).

anser jag att det fortsatta förändringsarbetet bör ske med utgångspunkt ifrån riktlinjer som dras upp genom lagstiftning. Den främsta anledningen är att en sådan struktur kan förväntas leda till ett större förtroende bland marknadsaktörerna; en faktor vars betydelse bör förstås i ljuset av att den finanskrisen vi nyligen upplevt till stor del var just en förtroendekris.

Innan jag utvecklar mina förslag till reglering av kreditderivat ytterligare anser jag det vara av betydelse att i korthet beröra även vad som *inte* bör regleras genom att knyta an till några av de i det inledande kapitlet angivna förslagen.

Vad bör *inte* regleras?

Bland förespråkarna för en stärkt reglering av kreditderivat finns enkelt uttryckt två läger: (1) de som menar att instrumenten som sådana behöver regleras, och; (2) de som istället anser att en översyn av användningen av och systemet för handel med instrumenten är tillräckligt. Jag tillhör, som framkommit, den sistnämnda gruppen. Flera av de förslag som redogjordes för i del 1 av den här artikeln är däremot uttryck för den förstnämnda kategorin. Av den anledningen förtjänar dessa förslag, och den syn på kreditderivat som de ger uttryck för, att beröras något ytterligare.

Angående förslaget att förbjuda kreditderivat

I del 1 av den här artikeln nämndes ett av de förslag till förbud av kreditderivat som presenterats i spåren av finanskrisen.⁸⁸ Bland dess motiv går till exempel att läsa att kreditderivat ”diffuse risk and increase liquidity throughout our lending system” och att de är ”harmful financial instruments [which] have caused significant wealth destruction during our economic crisis”. Att de handlas utan tillräckliga krav på säkerhet och används som ett instrument för spekulation sägs vidare skapa ”an unnecessary risk for our financial system”.⁸⁹

Bland förespråkarna för ett förbud finns också representanter från den finansiella sektorn. En av dessa är David Einhorn, grundare av hedgefonden Greenlight Capital, som var bland de första användarna av kreditderivat. I efterdyningarna av finanskrisen har han angett att kreditderivat skapar ”large, correlated and asymmetrical risks” och att marknaden är så ”big and

⁸⁸ Se ovan fotnot 22.

⁸⁹ Credit Default Swap Prohibition Act of 2009, para. 2(a).

discontinuous” att det enligt honom inte är möjligt att med hjälp av andra åtgärder, till exempel krav på kapital och ställande av säkerhet, kompensera för de förluster som kan uppstå.⁹⁰

Även om jag i stort håller med om de grunder till förslagen som angetts delar jag inte uppfattningen att ett förbud av instrumenten är motiverat. Mer konkret vill jag anföra följande. Kreditderivat är ett värdefullt instrument för riskhantering och bidrar (rätt använt) till en riskspridning som ”pulvriserar” påfrestningar på det finansiella systemet. Det samhällsekonomiska värde som instrumenten härmed erbjuder innebär att ett förbud måste vara byggt på starka grunder. Eftersom jag, som ovan nämnts, anser att kreditderivat endast var *en av många* faktorer som bidrog till finanskrisen anser jag inte att sådana grunder föreligger. Att det dessutom var *användningen av och infrastrukturen kring* produkterna som orsakade problem föranleder mig vidare att hävda, tvärt emot vad som exempelvis framförts av David Einhorn, att det är möjligt att uppnå önskad stabilitet genom en översyn av parts- och marknadsregleringen (utifrån de riktlinjer som jag drar upp i avsnitt *Förslag till reglering av kreditderivat* nedan) utan att behöva begränsa instrumenten som sådana. Sammantaget menar jag således att ett förbud mot kreditderivat är en felaktig avvägning mellan instrumentens samhällsekonomiska värde och systemrisk.

Angående förslaget att förbjuda spekulativ användning

Även om man accepterar mitt resonemang ovan om att kreditderivat erbjuder en möjlighet till bättre intern riskhantering och en spridning av risk i det finansiella systemet kan det dock hävdas att de endast bör vara tillåtna i de fall det faktiskt finns en risk att skydda sig mot. En sådan argumentation stöds dessutom av omständigheterna i finanskrisen där det till stor del var just den spekulativa användningen av kreditderivat (genom till exempel investeringar i syntetiska CDOs) som resulterade i problem.⁹¹

Förslaget att förbjuda spekulativ användning av kreditderivat (det vill säga handel där inte någon av parterna äger eller har ett motsvarande ekonomiskt intresse i referenstillgången) kan motiveras på flera grunder. Det har till exempel i spåren av finanskrisen föreslagits att kreditderivat borde inklu-

⁹⁰ Sender, H., GREENLIGHT CAPITAL FOUNDER CALLS FOR CDS BAN.

⁹¹ Se även Wigglesworth, R., ASSET CLASSES: MOVES BEYOND PROPERTY AND EQUITIES PICK UP PACE, där det hävdas att det förbud mot spekulativ derivathandel som gäller i islamisk rätt skyddat de länder som tillämpat reglerna ifrån de värsta effekterna av finanskrisen.

deras i de regler som rör spel och vadhållning,⁹² vilket – beroende på respektive jurisdiktions utformning av dessa regler – hade kunnat medföra en begränsning av spekulativa avtal om kreditderivat. För att det ska bli resultatet krävs dock bland annat (1) att avtal om spel och vadhållning inte erkänns rättsligt i den relevanta jurisdiktionen,⁹³ (2) att spekulativ användning anses vara avtal om spel och vadhållning,⁹⁴ och (3) att det inte, vilket ofta är fallet, finns något undantag för avtal som ingås i kommersiellt syfte.⁹⁵

Ett annat sätt att begränsa spekulativ handel är att hävda att kreditderivat, med hänsyn till dess praktiska effekt, är att jämställa med kreditförsäkring; därmed hade det för avtalets giltighet krävts ett så kallat försäkringsbart intresse, det vill säga att man äger referenstillgången som avtalet avser.⁹⁶ Som nämndes i det inledande kapitlet tillhör även detta de förslag som presenterats efter finanskrisen.⁹⁷

Ett tredje alternativ, slutligen, är att förbjuda spekulativ användning av kreditderivat genom att införa ett separat regelverk, det vill säga utan att hänvisa till varken regler om spel och vadhållning eller försäkring. Den här varianten upplevs av mig som den mest praktiska, även om de övriga två har en viss fördel genom att bygga på befintliga (eller tidigare gällande) regelverk; de kan därför, tror jag, i allmänhetens uppfattning framstå som en mindre förändring och därmed vara politiskt enklare att genomföra.

⁹² Stout, L.A., REGULATE OTC DERIVATIVES BY DEREGULATING THEM.

⁹³ Enligt engelsk rätt var till exempel avtal om spel och vadhållning tidigare ogiltiga (bestämmelserna återfanns i para. 18 Gaming Act 1845 och para. 1 Gaming Act 1892) men regeln är numera borttagen (se Gambling Act 2005 para. 334, vilken gäller för kontrakt som ingåtts efter 1 september 2007 när lagen trädde i kraft, se para. 2(4) av Gambling Act 2005 (Commencement No. 6 and Transitional Provisions) Order 2006 (SI 2006/3272)).

⁹⁴ Engelsk rättspraxis från tiden då avtal om spel och vadhållning var förbjudet ger visst stöd för att så är fallet, se till exempel *Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company* och *Universal Stock Exchange Ltd. v. Strachan*.

⁹⁵ Genom införandet av FSMA 2000 infördes till exempel ett undantag i engelsk rätt för de avtal som ingicks ”by way of business” (se FSMA 2000 para. 412(2)(a) och *Morgan Grenfell and Co. Ltd. v. Welwyn Hatfield DC* som anger att begreppet ska ges en bred definition), relaterar till ”security” eller ”contractually based investment” (se FSMA 2000 para. 412(2)(c), Gaming Contracts Order para. 2(2), FSMA 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (SI 2001/544) paras. 3(1), 76, 82, 83, 84, 85, 89) och som utgör en ”regulated activity” (se FSMA 2000 para. 412(2)(b), Gaming Contracts Order para. 2(1), FSMA 2000 (Regulated Activities) Order 2001 paras. 14, 21, 64). Dessa rekvisit anses generellt vara uppfyllda vid handel med derivat.

⁹⁶ Se till exempel *McKnight, A.*, ovan not 43, s. 590.

⁹⁷ Se ovan not 26.

Oavsett vilken grund man använder sig av för att motivera ett förbud mot spekulativ användning av kreditderivat (spel och vadhållning, kreditförsäkring eller separat regelverk) resulterar dock en sådan förändring i tydliga nackdelar. Jag kommer nedan att redogöra för några generella nackdelar samt även lyfta fram ett par argument som specifikt relaterar till de förslag som bygger på användningen av regelverken kring spel och vadhållning respektive försäkring.

Generella nackdelar med att förbjuda spekulativ användning

Till att börja med kan sägas att det hade varit svårt att ha endast den ena funktionen (hedgning) utan den andra (spekulation) eftersom mycket av den hedgning som görs bygger på att det också finns en möjlighet till spekulation. Antag till exempel att företag A är exponerat mot kreditrisk avseende en förpliktelse mot företag B och därför ingår avtal om kreditderivat med hedgefonden C som skyddsäljare. Efter en tid blir hedgefonden C orolig för kreditvärdigheten på B och väljer därför att "återförsäkra" sig genom att ingå ett speglande avtal om kreditderivat med hedgefonden D (som inte delar C's oro om kreditvärdigheten på B). Den sistnämnda transaktionen (mellan hedgefonderna C och D) klassificeras som spekulativ eftersom ingen av parterna har något ekonomiskt intresse i referenstillgången. Om sådana transaktioner varit förbjudna är det troligt att hedgefonden C redan i det första läget varit mer tveksam inför att ingå ett avtal om kreditderivat med A och möjligheten för företag att hedga risker hade därmed försämrats.⁹⁸

Vidare innebär ett förbud mot spekulativ handel, på grund av den försämrade likviditet som det hade inneburit, att kreditderivat inte längre på ett effektivt sätt kan fungera som "prissättare" av risk.⁹⁹ Betydelsen av denna

⁹⁸ Det här exemplet bygger på ett liknande exempel som ges i Wallison, P, COMMENT ON "REGULATE OTC DERIVATIVES BY DEREGULATING THEM" (av Stout, L.A.), s. 36.

⁹⁹ Se till exempel Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 2, van Duyn, A., REGULATORS SEEK FURTHER TRANSPARENCY ON CDS PRICES och Nyberg, L., ovan not 5, s. 3. I det här sammanhanget ska påpekas att viss kritik har lyfts fram angående funktionen av kreditderivat som prissättare av risk åren före finanskrisen; det har bland annat sagts att priserna på kreditderivat kopplade till banker inte återspeglade den förhöjda risk som senare visade sig finnas (se FSA, ovan not 32, s. 46). I en sådan argumentation bör dock påminnas om att kreditderivat inte kan visa någon annan uppfattning än den som finns på marknaden; de kan så att säga inte skapa en egen "sanning" om kreditrisken i en viss tillgång eller institution. Till den del marknaden undervärderar risk kommer det också att avspeglas i priserna på kreditderivat, vilket närmast är ett uttryck för

funktion är särskilt stor eftersom kreditderivat ofta relaterar till värdepapper som annars är relativt illikvida, till exempel företagsobligationer (volymen av dessa är ju begränsad av hur många obligationer företaget väljer att emittera och investerare ser ofta företagsobligationer som långsiktiga investeringar).¹⁰⁰ Ett förbud mot spekulativ användning av kreditderivat hade därmed minskat instrumentens samhällsekonomiska värde och det kan till och med hävdas att det hade kunnat bidra till en ökad instabilitet i det finansiella systemet genom att det hade tagit bort ett av de verktyg som motverkar överprissättningar av tillgångar.

Slutligen anser jag att det även på ett principiellt plan är svårt att motivera ett förbud mot att använda kreditderivat som instrument för spekulation. Ett visst element av spekulation präglar ju trots allt de flesta typer av investeringar; ett aktieköp till exempel, görs typiskt sett utifrån det spekulativa antagandet att aktiens värde kommer att stiga.

Angående kreditderivat som avtal om spel och vadhållning respektive försäkring

Utöver ovanstående generella nackdelar med att förbjuda spekulativ användning av kreditderivat kan ytterligare argument anföras till stöd för att inte regler om spel och vadhållning respektive försäkring bör tillämpas.

Mitt huvudsakliga argument för att inte tillämpa regler om spel och vadhållning är att dessa typiskt sett motiveras av att de skyddar individer¹⁰¹ och något sådant intresse finns knappast i relation till handel med kreditderivat. Dessutom bör påpekas att en tillämpning av regler om spel och vadhållning hade påverkat också andra typer av derivat och transaktioner, vilket – kan det hävdas – inte är motiverat av omständigheterna i finanskrisen.

Även i relation till försäkring kan sägas att kreditderivat ligger utanför syftet med regleringen; det finns till exempel inte samma konsumentskydds-

brister i marknaden och inte i de instrument i vilka marknaden uppfattning tar sig uttryck. Kreditderivatens värde ligger i att de, till skillnad från andra instrument vars värde påverkas av kreditrisk (till exempel en företagsobligation), kan ”bryta ut” kreditrisken eftersom instrumentens pris inte, likt det som gäller för en företagsobligation, påverkas av andra omständigheter. Se även ISDA, THE TURNER REVIEW: A REGULATORY RESPONSE TO THE GLOBAL BANKING CRISIS, DISCUSSION PAPER 09/2: A REGULATORY RESPONSE TO THE GLOBAL BANKING CRISIS, s. 15.

¹⁰⁰ Shadab, H.B., ovan not 54, s. 44 f.

¹⁰¹ Wood, P., ovan not 2, s. 446.

tresse i relation till avtal om kreditderivat som i fallet med försäkring.¹⁰² Utöver krav på försäkringsbart intresse (och den begränsning som det hade medfört avseende spekulativ handel) hade en omklassificering av kreditderivat till försäkringsprodukt dessutom fått ytterligare legala konsekvenser genom att exempelvis försäkringsrättsliga principer om upplysningsplikt¹⁰³ och subrogation¹⁰⁴ hade kunnat intolkas i avtalet. Om syftet är att förhindra spekulativ handel verkar det enligt mig opraktiskt att välja en lösning som dessutom innebär att ytterligare krav ställs på parterna och på avtalsinnehållet.

Sammantaget anser jag därför att ett förbud mot spekulativ handel med kreditderivat (oavsett på vilket sätt en sådan förändring genomförs) är en felaktig avvägning mellan instrumentens samhällsekonomiska värde och systemrisk. Att det likväl finns skäl att beakta syftet med användningen vid bestämmande av *omfattningen* av de regulatoriska kraven kommer att utvecklas nedan i avsnitt *Förslag 1: Ett bredare och mer anpassningsbart regelverk*.

Angående förslaget att all handel ska bedrivas på reglerad marknad

I del 1 av den här artikeln nämndes även ett av de förslag som lagts fram med innebörden att all handel med kreditderivat ska ske på reglerad marknad. Förslaget har otvivelaktigt fördelar, främst genom den förbättrade transparens (till exempel avseende priser) som en sådan marknadsstruktur erbjuder. Som ovan påpekats var just bristande transparens ett av problemen i finanskrisen och utöver de aspekter som där diskuterades kan dessutom tilläggas att en ökad transparens troligen hade resulterat i lägre marginaler på kreditderivat.¹⁰⁵ Dessutom hade krav på handel på reglerad marknad begränsat motpartsrisken och därmed förbättrat stabiliteten i det finansiella systemet genom att det typiskt sett är förenat med användande av central motpartsclearing (se även nedan avsnitt *Förslag 2: Krav på användande av central motparts-clearing för standardiserade kreditderivat*).

Eftersom handel på reglerad marknad (såväl som central motpartsclearing) kräver en hög grad av standardisering av de relevanta instrumenten finns dock även klara nackdelar med förslaget.¹⁰⁶ Bland dessa ingår att det

¹⁰² Ibid.

¹⁰³ Se till exempel *HIH Casualty and General Insurance Ltd. v. Chase Manhattan Bank*.

¹⁰⁴ Se till exempel *Castellain v. Preston*.

¹⁰⁵ Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 5.

¹⁰⁶ Eftersom även central motpartsclearing kräver produktstandardisering är argumentationen i det här avsnittet tillämplig även på förslaget att kräva att all handel med kreditderivat ska ske genom clearinghus, se ovan not 25.

hade blivit svårare för företag att hedga risker¹⁰⁷ och att det hade hämmat utvecklingen av nya (och bättre) former av kreditderivat.¹⁰⁸ En möjlig lösning, vilken också har stöd från flera håll, är att endast låta de kreditderivat *som anses vara standardiserade* omfattas av krav på handel på reglerad marknad.¹⁰⁹ Jag har dock i mina förslag till reglering valt att inte heller inkludera ett sådant krav på grund av (1) att vissa standardiserade kontrakt riskerar att få svårt att överleva på reglerad marknad eftersom det är opraktiskt för till exempel en börs att erbjuda handel med alla typer av referenstillgångar (även om det begränsas till endast dem som anses vara standardiserade),¹¹⁰ och (2) det går enligt mig att genom separata krav på användning central motparts-clearing och rapportering (se nedan avsnitt *Förslag 2: Krav på användande av central motparts-clearing för standardiserade kreditderivat* och *Förslag 4: Krav på rapportering*) att uppnå liknande fördelar som de som uppnås vid handel på reglerad marknad. Sammantaget anser jag således att också krav på handel på reglerad marknad (även om det begränsas till standardiserade kreditderivat) utgör en felaktig avvägning mellan instrumentens samhällsekonomiska värde och dess systemrisk.

Förslag till reglering av kreditderivat

Nedan kommer jag att presentera fem förslag till reglering av kreditderivat. I förslag 1 diskuteras *omfattningen* av regelverket, det vill säga vilka parter på marknaden som ska vara föremål för reglering och tillsyn i samband med att de bedriver handel med kreditderivat. Förslag 2, 3 och 4 berör *innehållet* i regleringen och kommer i tur och ordning att behandla (1) krav på användning av central motparts-clearing för standardiserade kreditderivat, (2) höjda kapitalkrav, och (3) krav på rapportering till informationscentral. I förslag 5,

¹⁰⁷ Det har till exempel anförts att "as long as risk itself is not standardized, then tailored instruments will remain important", se ISDA/SIFMA/LIBA, ISDA, SIFMA, LIBA RESPOND TO EC CONSULTATION ON ENHANCING OTC DERIVATIVES INFRASTRUCTURE; SUPPORT PROPOSALS TO ENHANCE RISK MANAGEMENT. Se även Council on Foreign Relations, ovan not 84, s. 4 och ISDA, ovan not 101, s. 5.

¹⁰⁸ Council on Foreign Relations, *ibid*, (diskussionen gäller visserligen standardisering i relation till clearing men motsvarande argument kan användas även i samband med en diskussion om krav på handel på reglerad marknad).

¹⁰⁹ Se till exempel Department of the Treasury, ovan not 34, där en sådan lösning föreslås.

¹¹⁰ Vid en undersökning av hur kreditderivat används idag har det till exempel angetts att instrumenten relaterar till över 1 000 olika företag varav vissa handlas med mycket sällan, se Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 5.

slutligen, ges synpunkter på i vilken *institutionell design* som det fortsatta reglerings- och tillsynsarbetet bör bedrivas.

Förslag 1: Ett bredare och mer anpassningsbart regelverk

Som ovan berörts var ett av problemen åren innan finanskrisen att den ökade aktiviteten i ”utkanterna” av det finansiella systemet (till exempel i SIVs och transformers) inte bemöttes med en tillräcklig offentlig kontroll; tvärtom kan avsaknaden av reglering och tillsyn sägas ha varit en av drivkrafterna bakom marknadens utveckling. På grund av den systemrisk som därmed tilläts att byggas upp föreslår jag därför att omfattningen av reglering och tillsyn ska vidgas till att inkludera *alla* bolag (oavsett dess rättsliga klassifikation) som handlar med kreditderivat. Det innebär dock inte att samma *omfattning* av reglering och tillsyn ska gälla för alla institutioner eftersom, vilket ovan diskuterats, kostnaden för ökad reglering måste vägas mot dess nytta i relation till den verksamhet som bedrivs av respektive marknadsaktör.

Jag föreslår därför att reglering och tillsyn anpassas till *systemrisken* i verksamheten; utöver att hantera spänningsförhållandet mellan effektivitet och stabilitet hade en sådan struktur även motverkat marknadens oligopolistiska struktur.¹¹¹ De nivåer som anges nedan i mina övriga förslag till reglering avser – vilket är viktigt att påpeka – kraven för *de mest systemviktiga institutionerna*; för övriga parter kan lägre krav aktualiseras även om den exakta nivån på dessa inte kommer att närmare utredas i den här artikeln. Det ska dock påpekas att nivån ytterst bör beslutas av respektive nationell tillsynsmyndighet efter beaktande av generella riktlinjer som lämpligen dras upp av den nedan föreslagna Derivatives Regulators’ Committee (DRC) (se nedan avsnitt *Förslag 5: Ett internationellt harmoniserat regelverk*). Vidare ska lyftas fram att vissa krav inte lämpar sig för en anpassning enligt ovan. Bland dessa kan nämnas regler kring till exempel auktorisation och det nedan angivna förslaget om rapportering till informationscentraler (eftersom det bygger på att tillsynsmyndigheter ges tillgång till fullständig information).

I bedömningen av systemrisken bör inkluderas hänsynstagande till omständigheter som relaterar till både institutionen som sådan och till dess handel med kreditderivat. I bedömningen av *institutionen som sådan* kan till ex-

¹¹¹ Antalet stora aktörer på marknaden för handel med kreditderivat har minskat ytterligare efter finanskrisen till följd av den konsolidering som skett på marknaden, se till exempel Noyer, C., A STRONGER INFRASTRUCTURE WILL CUT CDS VULNERABILITY.

empel hänsyn tas till (1) storlek på institutionen (vilken bör sättas i relation till storleken på det land och den marknad där den verkar och även beakta tillgångar som hålls utanför den regulatoriska balansräkningen), (2) skuld-täckningsgrad (speciell hänsyn bör tas till det fall tillgångarna är illikvida och inlåningen är likvid), (3) potentiell påverkan på andra finansiella institutioner och övriga företag (till exempel bör storleken på och antalet av OTC derivat beaktas men även i vilken utsträckning institutionen utgör en källa till likviditet i det finansiella systemet) och (4) om institutionen bedriver någon systemviktig verksamhet (såsom betalningssystem).¹¹² I hänsynstagandet till *institutionens handel med kreditderivat* bör till exempel beaktas (1) om instrumenten används som en lång- eller kortsiktig investering (eftersom den förstnämnda kategorin oftare resulterar i en överexponering mot risk),¹¹³ och (2) om avtalet ingås i spekulativt syfte (det vill säga utan att någon av parterna hedgar någon risk) eftersom även det potentiellt innebär en större risk för systemet i stort.¹¹⁴

En konsekvens av mitt förslag är högre arbetsbelastning och ansvar för tillsynsmyndigheter. Även om jag är medveten om att detta medför ett ökat behov av resurser för dessa samt en förskjutning av makt till icke folkvalda institutioner är det viktigt att lyfta fram att det också kan förväntas leda till en närmare dialog mellan de reglerade institutionerna och tillsynsmyndigheterna, vilket innebär bättre förutsättning för en effektiv tillsyn.

En ytterligare effekt av mitt förslag är att finansiella institutioner kommer att ställas inför högre krav än användare av kreditderivat utanför den finansiella sektorn. Av följande skäl anser jag att det är en eftersträvänsvärd åtskillnad. Den verksamhet som bedrivs av finansiella institutioner erbjuder ett stort samhällsekonomiskt värde vilket tillsammans med de speciella risker som dessa institutioner exponeras mot (beakta till exempel den likviditetsrisk

¹¹² Dessa parametrar bygger på vad som anges i G30 rapporten, FINANCIAL REFORM A FRAMEWORK FOR FINANCIAL STABILITY, s. 19 och Department of Treasury, ovan not 34, s. 23. För en allmän diskussion om hur man kan mäta systemrisk i ett finansiellt system och i vissa institutioner, se även IMF, GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT RESPONDING TO THE FINANCIAL CRISIS AND MEASURING SYSTEMIC RISK samt FSA, TURNER REVIEW CONFERENCE DISCUSSION PAPER 09/4 – A REGULATORY RESPONSE TO THE GLOBAL BANKING CRISIS: SYSTEMICALLY IMPORTANT BANKS AND ASSESSING THE CUMULATIVE IMPACT, s. 13 ff.

¹¹³ Det kan i det här sammanhanget nämnas att AIGFP såg kreditderivat som en långsiktig investering medan användningen i till exempel hedgefonder typiskt sett utgår ifrån att kreditderivat är kortsiktiga investeringar, se Shadab, H.B., ovan not 54, s. 48 f.

¹¹⁴ Se även diskussionen ovan samt Grant, J., et al., ovan not 77.

som följer med en hög grad av löptidsomvandling) motiverar att verksamheten ”skyddas” med höga regulatoriska krav. Det är även på ett principiellt plan möjligt att argumentera för högre reglering av den finansiella sektorn eftersom denna drar fördel av ett omfattande samhälleligt skyddsnet i form av till exempel tillgång till lender-of-last-resort, insättningsgarantier och implicit skydd enligt den så kallade too-big-to-fail doktrinen.¹¹⁵

Förslag 2: Krav på användande av central motpartsclearing för standardiserade kreditderivat

Som ovan påpekats var ett av problemen i utvecklingen av finanskrisen oron för motpartsrisk.¹¹⁶ Jag föreslår därför att all handel med standardiserade kreditderivat ska ske genom användande av clearinghus som ”bryter” det ursprungliga avtalsförhållandet, det vill säga agerar å ena sidan skyddssäljare (gentemot den ursprungliga skyddsköparen) och å andra sidan skyddsköpare (gentemot den ursprungliga skyddssäljaren).¹¹⁷ Genom att respektive avtalsförpliktelse därigenom ”garanteras” medför användande av clearinghus en begränsning av effekterna av solvensproblem.

Utöver att bidra till att solvensproblem hos en aktör inte ”sprider sig” innebär användningen av central motpartsclearing flera ytterliga fördelar. Bland dessa kan nämnas att det reducerar den totala riskexponeringen på marknaden genom att möjliggöra nettning av förpliktelser mellan flera (det vill säga fler än två)¹¹⁸ parter och att det bidrar till att öka användningen av

¹¹⁵ Även om nämnda skyddsnet traditionellt endast har ansetts gälla för banker har finanskrisen visat att även andra typer av finansiella institutioner omfattas (beakta till exempel räddningen av AIG och det likviditetsstöd som gets till investmentbanker). Det bör i sammanhanget även påpekas att utökningen av skyddsnetet resulterat i en ökad risk för moral hazard, vilket i sig kan sägas utgöra ett skäl till högre regulatoriska krav.

¹¹⁶ Utöver de ovan nämnda fallen med Lehman Brothers och AIG bör även påpekas att solvensproblemen för Bear Sterns resulterade i liknande problem, se Duffie, D., Zhu, H., DOES A CENTRAL COUNTERPARTY REDUCE COUNTERPARTY RISK?, s. 2.

¹¹⁷ Förslaget om krav på användande av central motpartsclearing har stöd från flera håll, se till exempel G20, LEADERS' STATEMENT: THE PITTSBURGH SUMMIT och The De Larosiére Group, ovan not 31, s. 25.

¹¹⁸ I det fall transaktionen är mellan endast två parter är det ju redan med hjälp av villkoren i ISDA Master Agreement möjligt med nettning, se para. 6. I sammanhanget bör även påminnas om den potentiella konflikten mellan villkor om nettning och nationella insolvensrättsliga regler, vilket gör att nettning inte accepteras i alla jurisdiktioner (för en översikt av vilka jurisdiktioner som erkänner nettning, se Wood, P., ovan not 11, kap. 7). Som belysande exempel kan nämnas att det i England, även om villkor om nettning där anses vara giltiga, har hävdats att så inte borde vara fallet till följd av (1) att det strider mot ”de-

säkerhet på marknaden (eftersom clearinghus typiskt sett kräver att säkerhet ställs). Dessutom underlättar användande av central motpartsclearing parternas riskbedömning genom att det endast är nödvändigt att bedöma kreditvärdigheten på clearinghuset och inte på respektive ursprunglig motpart.¹¹⁹

För att uppnå dessa fördelar är det dock enligt mig av vikt (1) att det inte etableras för många clearinghus, (2) att även andra typer av derivat clearas genom samma clearinghus som det som används för kreditderivat, (3) att tillräckliga regulatoriska krav ställs på clearinghusen samt (4) att det införs starka incitament att standardisera kreditderivat. Dessa aspekter utreds närmare nedan.

Om betydelsen av att inte etablera för många clearinghus

Som ovan nämnts är en av fördelarna med central motpartsclearing att det utsträcker nettning till att omfatta även fall där fler än två parter är inblandade. Antag exempelvis att A har en exponering mot B på en miljon dollar. Vidare har B en exponering mot C på en miljon dollar och C en lika stor exponering mot A. Om någon av dessa parter går i konkurs uppkommer en förlust på en miljon dollar. Om däremot central motpartsclearing använts vid transaktionerna tar exponeringarna ut varandra och den totala risken för förlust försvinner.¹²⁰ Det är därför av betydelse att det inte finns alltför många

privation principle” som begränsar möjligheten att överföra tillgångar från en insolvent part (se till exempel Money Market International Stockbrokers Ltd. v. London Stock Exchange Ltd.), (2) att det strider mot ”British Eagle principle” som ska säkerställa likabehandling av oprioriterade fordringsägare, (3) att det strider mot para. 239 Insolvency Act 1986 (eftersom ”preference”) eller (4) att det anses vara ett ”penalty”. Som redan nämnts är dock den allmänna uppfattningen att villkoren är giltiga och i förhållande till ovan angivna invändningar kan som motargument framföras att (1) det inte strider mot ”deprivation principle” eftersom avtalet är neutralt när det ingås och att principen inte avser kontraktuella rättigheter (se även Shipton Anderson and Co. [1927] Ltd. v. Micks Lambert and Co. [1936]), (2) det inte strider mot ”British Eagle principle” eftersom det inte handlar om att kvitta fordringar grundade på olika kontrakt (ISDA Master Agreement omfattar ju alla transaktioner som görs mellan parterna, se para. 1(c)), (3) det inte strider mot para. 239 Insolvency Act eftersom det görs i kommersiellt syfte, och (4) det inte är ett ”penalty” eftersom det snarast handlar om att fastställa de kommersiella effekterna av en eventuell insolvens, vilket även stöds av ISDA Master Agreement para. 6(e)(v). Se generellt McKnight, A., ovan not 43, s. 615 ff.

¹¹⁹ Council of Foreign Relations, ovan not 82, Wood, P., WHAT IS A CENTRAL COUNTERPARTY IN FINANCIAL MARKETS?, Loader, D., CLEARING AND SETTLEMENT OF DERIVATIVES, s. 35 och Commission of the EC, ovan not 66, s. 5.

¹²⁰ Exemplet är från Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 3.

clearinghus eftersom möjligheten till nettning är större ju fler parter som genomför sina transaktioner genom samma clearinghus. Det innebär dock inte – vilket är viktigt att tillägga – att den bästa lösningen är att ha endast *ett* clearinghus eftersom det, utöver att det riskerar att leda till sämre och dyrare tjänster på grund av brist på konkurrens, resulterar i en alltför hög koncentration av risk med potentiella systemeffekter.¹²¹ Jag föreslår därför att antalet centrala motparter bör vara få men ändå fler än en. Ett lämpligt antal kan vara 2–3 stycken i Europa respektive USA. Under alla omständigheter anser jag att lagstiftare och tillsynsmyndigheter inte bör uppmuntra etablerandet av fler clearinghus för kreditderivat utöver de två i USA och fem i Europa som redan har etablerats eller föreslagits.¹²²

Om betydelsen av att använda samma clearinghus även för andra typer av derivat

För att ytterligare öka möjligheten till nettning anser jag (1) att kravet på central motpartsclearing ska omfatta även andra typer av derivat än kreditderivat och (2) att alla typer av derivat ska clearas genom samma clearinghus. Fördelen med en sådan struktur blir tydlig om man betänker att exempelvis marknaden för ränteswappar är cirka tre gånger så stor som den för kreditderivat.¹²³ I det här sammanhanget bör lyftas fram det förslag som presenterats av CME Group i USA där clearing av kreditderivat kombineras med clearing av terminer.¹²⁴ Jag eftersöker fler sådana initiativ och ser en risk i att lagstiftare och tillsynsmyndigheter, som hittills i stor utsträckning varit fallet, fokuserar på etablerandet av centrala motparter vars verksamhet endast inbegriper clearing av kreditderivat.

Om betydelsen av tillräcklig reglering av clearinghusen

På grund av den koncentration av risk som följer med användning av central motpartsclearing (speciellt i det fall clearinghusen är få till antalet och delaktiga i ett stort antal transaktioner enligt ovan diskussion) är det av stor vikt att tillräckligt höga regulatoriska krav (till exempel avseende kapital) ställs på

¹²¹ Ibid., s. 5 och Noyer, C., ovan not 111.

¹²² Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 4. Se även ISDA/SIFMA/LIBA, REMISSSVAR TILL KOMMISSIONEN, s. 6, där det sägs att ”To fully exploit the risk mitigation possibilities [...] there should only be a limited number of CCPs [...]”.

¹²³ Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 5.

¹²⁴ Se till exempel Duffy, T.A., Testimony before the House Committee on Agriculture, s. 6.

verksamheten. De befintliga regelverken för clearingverksamhet kan lämpligen utgöra den grund på vilken även ramarna för clearing av kreditderivat byggs men jag anser dock, av skäl som anförs nedan, att ytterligare krav bör ställas därutöver.

Jag menar att högre regulatoriska krav i relation till clearing av kreditderivat kan motiveras med en hänvisning till instrumentens karaktär; kreditderivat leder, till följd av skyddsäljarens förpliktelse att utge full ersättning efter en kredithändelse, till större och mer plötsliga förluster än till exempel en ränteswapp som har en mer glidande skala och där en kraftigare marknadsförändring krävs för att förlusten ska bli lika stor.¹²⁵ Kreditrisk är även, allmänt sett, svårare att bedöma än andra typer av risker¹²⁶ och eftersom marknaden för handel med kreditderivat dessutom är betydande kan, i det fall flera kredithändelser inträffar under kort tid (till exempel i en lågkonjunktur), påfrestningarna bli avsevärda för clearinghusen.

I den diskussion som hittills förts om behovet av central motpartsclearing har tyvärr endast begränsat utrymme getts åt frågan om hur regleringen av clearinghusen som sådana ska utformas.¹²⁷ Detta är enligt mig en trolig följd av (1) att höga krav på clearinghusen kan förväntas leda till höga krav även på clearingmedlemmarna vilket gör det svårare att uppnå den politiska ambitionen att öka användningen av central motpartsclearing, och (2) att lagstiftare och tillsynsmyndigheter inte har någon erfarenhet sedan tidigare av clearinghus som hamnat i problem. Min förhoppning är därför att det i diskussionen om central motpartsclearing på marknaden för handel med kreditderivat i framtiden kommer att ges mer vikt åt denna fråga. Som ett inlägg i den diskussionen vill jag avslutningsvis uttrycka mitt stöd för det förslag som nyligen presenterats av Gerry Corrigan (tidigare centralbankschef vid New York Federal Reserve Bank) med innehållet att de clearinghus som clearar kreditderivat ska ha en kapitalbuffert som är tillräcklig för att kunna motstå konkurs för två stora clearingmedlemmar på samma dag.¹²⁸

¹²⁵ Se även Commission of the EC, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION – ENSURING EFFICIENT, SAFE AND SOUND DERIVATIVES MARKETS, s. 5, där en liknande uppfattning framförs.

¹²⁶ Ibid.

¹²⁷ Denna brist i diskussionen har också uppmärksammats i Tett, G., THIS CLEARING HOUSE IDEA HAS TO BE PUT ON A SOUND BASE.

¹²⁸ Detta förslag refereras till i Tett, G., ibid.

Om betydelsen av tillräckligt starka incitament för att standardisera kreditderivat

För att en clearingprocess ska fungera effektivt krävs, som ovan berörts, en hög grad av standardisering av de avtal som ska clearas;¹²⁹ en standardiserad och likvid marknad är bland annat en förutsättning för att clearinghuset ska kunna överlåta avtal i det fall en clearingmedlem gått i konkurs och det underlättar även clearinghusets riskbedömning. I ett större perspektiv är det således ett led i att säkerställa finansiell stabilitet och det är av den anledningen som mitt förslag på krav på central motpartsclearing endast omfattar standardiserade kreditderivat.¹³⁰ Det innebär dock inte – vilket i sig skulle kunna vara en lösning – att kreditderivat som inte anses vara tillräckligt standardiserade (till exempel sådana som skraddarsys för att försäkra en viss tranche i en CDO) bör förbjudas; en sådan lösning hade motverkat effektiv hedgning enligt samma argument som framfördes i samband med diskussionen om att driva all handel till reglerad marknad (se ovan avsnitt *Angående förslaget att all handel ska bedrivas på reglerad marknad*).

Däremot bör, mot bakgrund av de fördelar som ovan redogjorts för, starka incitament skapas för att driva graden av standardisering framåt och därmed öka användningen av central motpartsclearing. Den allmänna uppfattningen efter finanskrisen är att dessa incitament bör utgöras av högre kapitalkrav för icke standardiserade (och därmed icke clearade) kreditderivat.¹³¹ Jag stöder den här uppfattningen och anser att kapitalkraven för kreditderivat som inte clearas ska vara *dubbelt så höga* som för de transaktioner som görs med hjälp av central motpartsclearing (med dagens nivåer innebär det alltså 16 procent jämfört med 8 procent).

¹²⁹ Se till exempel Council on Foreign Relations, ovan not 82, s. 4.

¹³⁰ Hur man definierar vad som utgör standardiserade kreditderivat är en fråga lämplig för diskussion i den nedan föreslagna DRC (se nedan) eftersom denna inkluderar de intressegrupper som berörs, såsom tillsynsmyndigheter och branschrepresentanter.

¹³¹ Se till exempel Tait, N., EU UNVEILS PROPOSALS FOR DERIVATIVES och Department of the Treasury, ADMINISTRATION'S REGULATORY REFORM AGENDA REACHES NEW MILESTONE: FINAL PIECE OF LEGISLATIVE LANGUAGE DELIVERED TO CAPITOL HILL. Bland de övriga förslag på incitament som presenterats kan nämnas att kräva av parter att offentliggöra transaktioner som inte involverar ett clearinghus; därigenom hade man även möjliggjort för övriga motparter att kompensera för den förhöjda risken, se Engle, R., SCOPE REMAINS TO CIRCUMVENT US BILL ON OTC DERIVATIVES. Den huvudsakliga nackdelen med det här förslaget är, som jag ser det, dess negativa effekt på likviditeten på marknaden.

Som ett ytterligare incitament att använda clearinghus anser jag vidare att det ska införas krav på *ställande av säkerhet* motsvarande 100 procent av respektive parts förpliktelse i de fall transaktionen sker utan användande av central motpartsclearing. Därigenom hade man motverkat att institutioner väljer att handla utanför clearinghusen för att undvika ställande av säkerhet och den kostnad som det medför. Bland de aspekter som bör behandlas vid utformningen av kravet på ställande av säkerhet hör till exempel (1) hur man ska bedöma kvaliteten på olika typer av säkerheter (generellt bör likvid säkerhet anses vara ”säker” säkerhet), och (2) hur ofta säkerheten ska ”uppdateras”, det vill säga hur ofta en anpassning ska göras till förändringar i marknadsvärdet av det underliggande avtalet (en frekvent ”uppdatering” medför att säkerheten återspeglar den faktiska risken, men å andra sidan kan alltför högra krav på ”uppdatering” leda till praktiska problem).¹³² Även dessa frågor bör lämpligen behandlas och samordnas i det nedan föreslagna DRC (se nedan avsnitt *Förslag 5: Ett internationellt harmoniserat regelverk*).

Höjda kapitalkrav

En justering av kapitalkraven är, på ett generellt plan, ett effektivt verktyg i ett arbete som avser att förändra riskhanteringen i finansiella institutioner. I relation till de problem som illustrerades av finanskrisen (och som ovan berörts) anser jag att det kan bidra till (1) att förebygga att alltför mycket kredit byggs upp i det finansiella systemet (genom att göra kredit dyrare) och (2) att motverka den ansvarslöshet som diskuterades ovan i avsnitt *Steg 2: Felaktig värdering och fördelning av risk* (genom att göra särskilt komplexa och därmed riskfyllda investeringar dyrare).

Inledningsvis ska påpekas att jag inte har något att invända mot den generella utformningen av kapitaltäckningsreglerna i det avseendet att de ”erkänner” kreditderivat som ett sätt att överföra risk;¹³³ tvärtom anser jag att detta är en viktig del i att uppmuntra och skapa förutsättningar för effektiv

¹³² Se även ISDA/LIBA/SIFMA, ovan not 122, s. 7.

¹³³ Det ska för tydlighets skull påpekas att det i kapitaltäckningsreglerna ställs särskilda krav på de transaktioner som används för att sänka det regulatoriska kapitalet. I Europa innehåller det så kallade Banking Consolidated Directive (BCD) till exempel krav på att transaktionen ska vara ovillkorlig (skyddssäljaren får till exempel inte ha möjlighet att ensidigt säga upp avtalet eller att förkorta dess löptid) samt att avtalet tydligt ska definiera vem som bestämmer om en kredithändelse har inträffat (det får inte vara endast skyddssäljaren). Det finns även angivet vilka kredithändelser som ska finnas inkluderade i avtalet (till exempel konkurs och utebliven betalning) samt vilka typer av institutioner som godkänns

intern riskhantering hos banker och andra finansiella institut. Detsamma gäller ”erkännandet” av syntetisk värdepapperisering.¹³⁴ För att komma till rätta med de problem som illustrerades av finanskrisen föreslår jag dock (1) att originatorn ska behålla en andel av transaktionens ekonomiska värde vid värdepapperisering, (2) att en exponering mot särskilt komplicerade instrument ska ges en högre riskvägning, och (3) att en ytterligare höjning av riskvägningen ska ske i de fall köparen inte har gjort en tillräcklig due diligence.

Krav på originatorn att behålla en andel av det ekonomiska värdet

Eftersom syntetisk värdepapperisering var ett av de sätt som användes för att bygga upp (den alltför stora) ansamlingen av kredit åren innan finanskrisen anser jag att processen bör göras dyrare. Jag föreslår att minst 15 procent av värdet i alla värdepapperiseringar (mitt förslag omfattar alltså både syntetiska och traditionella värdepapperiseringar även om det endast är de förstnämnda som inkluderas i ämnet för den här artikeln) ska behållas på (den regulatoriska och ekonomiska) balansräkningen hos originatorn.¹³⁵ Detta kan till exempel ske genom investeringar i juniora trancher i det fall det är frågan om strukturerade produkter. Utöver att göra kredit dyrare bidrar även mitt förslag till att skapa incitament för originatorn att göra en tillräcklig kreditkontroll avseende de lån som ska säljas vidare.

som skydds säljare (vilket varierar beroende på om det är en finansierad eller ofinansierad transaktion samt om schablonmetoden eller någon av internmetoderna används). För en översikt av kraven i BCD, se till exempel Molostova, I., CREDIT DERIVATIVES AS CREDIT RISK MITIGATION UNDER BASEL II.

¹³⁴ Bland villkoren för att få tillgodoräkna sig en sådan transaktion ingår (utöver de generella krav som finns i relation till kreditderivat och som i korthet berördes i not 135 ovan) till exempel kravet att dokumentationen måste återspegla den ekonomiska effekten av affären och att avtalet inte får innehålla villkor som innebär att ett visst gränsvärde måste överstigas innan ersättning utfaller eller att, i det fall kreditvärdigheten på referenstillgången försämras, skyddet upphör eller premien för att erhålla skydd ökar. För en översikt av reglerna, se McKnight, A., ovan not 43, s. 80 f.

¹³⁵ Det ska påpekas att förslag har lagts fram i både Europa och USA som kräver av originatorn att behålla ett ekonomiskt intresse motsvarande minst 5 % av transaktionens värde, se till exempel McCreevy, C., CHARLIE McCREEVY EUROPEAN COMMISSIONER FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES ANNUAL SIR THOMAS GRESHAM LECTURE LONDON, 10 SEPTEMBER 2009 och Department of the Treasury, ovan not 34, s. 44. Jag anser dock att 5 % är för lite eftersom det redan idag är vanligt att originatorn behåller juniora trancher till ett värde som överstiger 5 %.

Krav på högre riskvägning av särskilt komplicerade instrument

Jag föreslår att en exponering¹³⁶ mot särskilt komplicerade syntetiska strukturer ska generera en riskvägning som är dubbelt så hög som ett instrument med motsvarande kreditbetyg (oavsett om detta är baserat på bedömningen från ett kreditvärderingsinstitut eller grundas på bankens interna riskklassificering, det vill säga oavsett om schablonmetoden eller någon av internmetoderna används) som inte anses vara särskilt komplicerat. Som lägst ska särskilt komplicerade syntetiska produkter tas upp till 20 procent (det ska inte heller genom att överlåta risken med hjälp av till exempel kreditderivat vara möjligt att komma under 20 procent i riskvägning). Vad som ska utgöra ”särskilt komplicerade” transaktioner bör ytterst avgöras av nationella tillsynsmyndigheter efter beaktande av generella riktlinjer som lämpligen dras upp utifrån den institutionella design som föreslås nedan i avsnitt *Förslag 5: Ett internationellt harmoniserat regelverk*. Som exempel på vad som bör inkluderas i definitionen kan dock nämnas (1) att tillgångar av olika kvalitet blandas i den underliggande tillgångspoolen (jämför de CDOs som skapades åren innan finanskrisen) och (2) att instrumenten är ett resultat av mer än en värdepapperisering eftersom det ”långa avståndet” till den underliggande säkerheten i den typen av transaktioner försvårar riskbedömningen.

Krav på ytterligare höjning av riskvägningen i det fall en tillräcklig due diligence inte har gjorts

För att säkerställa en högre grad av ansvarstagande hos investerare anser jag slutligen att riskvägningen av positioner i syntetiska strukturer ska höjas om det inte kan visas att en tillräcklig due diligence har utförts. Det ska till exempel inte vara nog för investerare att enbart förlita sig på att tillgångarna har ett högt kreditbetyg (vilket som ovan nämnts ofta var fallet åren innan finanskrisen). Jag vill i det här sammanhanget lyfta fram och ge mitt stöd för det förslag till justering av det så kallade Capital Requirements Directive (CRD) som presenterats, vilket innebär att riskvägningen av positioner som grundas på värdepapperiseringar ökas med upp till 1250 procent i det fall in-

¹³⁶ I begreppet exponering inkluderar jag i det här avseendet både det fall att man investerat i instrumenten direkt och att man agerat skyddssäljare i ett avtal om kreditderivat där de relevanta instrumenten utgör referenstillgång.

stitutionen inte kan visa att man utfört en tillräcklig intern kreditbedömning av de relevanta tillgångarna.¹³⁷

Förslag 4: Krav på rapportering

Som ovan påpekats var ett av problemen i finanskrisen den brist på transparens som präglade marknaden för handel med kreditderivat, bland annat avseende uteliggande positioner. Det bidrog till att skapa osäkerhet kring olika parter exponering mot subprimemarknaden och försvårade tillsynsmyndigheternas arbete med att säkerställa en effektiv intern riskhantering.

Till att börja med ska konstateras att det genom det ökade användandet av central motpartsclearing (se ovan avsnitt *Förslag 2: Krav på användande av central motpartsclearing*) kommer att vara möjligt för tillsynsmyndigheter att få en överblick över marknaden för *standardiserade* kreditderivat genom att ta del av den transaktionsstatistik som samlas hos respektive clearinghus. För att fånga upp information även avseende de transaktioner som till följd av att de inte är tillräckligt standardiserade kommer att ske utanför clearinghusen anser jag dock att det ska införas ett krav på att rapportera dessa till av tillsynsmyndigheterna angivna och godkända informationscentraler (eng. *data repositories*).¹³⁸ Kravet ska omfatta alla institutioner som handlar med kreditderivat (se även ovan avsnitt *Förslag 1: Ett bredare och mer anpassningsbart regelverk* angående att detta krav inte bör inkluderas bland de som anpassas till sytemrisken). Därigenom kan tillsynsmyndigheter få information om den totala marknaden för kreditderivat såväl som uteliggande positioner för indi-

¹³⁷ PROPOSAL FOR A DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL AMENDING DIRECTIVES 2006/48/EC AND 2006/49/EC AS REGARDS CAPITAL REQUIREMENTS FOR THE TRADING BOOK AND FOR RE-SECURITISATIONS, AND THE SUPERVISORY REVIEW OF REMUNERATION POLICIES (se särskilt föreslagen artikel 122b). I det här sammanhanget bör även påpekas att den nyligen införda regleringen kring verksamheten i kreditvärderingsinstitut (se ovan not 61) bland annat innehåller högre krav på dessa att redovisa de materiella omständigheter som ligger till grund för respektive kreditbetyg och det kan därför sägas att banker och andra finansiella institut numera har mindre möjlighet att "ursäkta sig" i det fall en tillräcklig intern riskbedömning inte utförts.

¹³⁸ För exempel på liknande förslag se Department of the Treasury, ovan not 34, s. 48 och Commission of the EC, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE, THE COMMITTEE OF THE REGIONS AND THE EUROPEAN CENTRAL BANK, ENSURING EFFICIENT, SAFE AND SOUND DERIVATIVES MARKETS: FUTURE POLICY ACTIONS, s. 7.

viduella institutioner. Dessutom anser jag att den *totala statistiken* ska offentliggöras för att möjliggöra för parter att följa utvecklingen på marknaden i stort såväl som i relation till specifika marknadssegment. Den offentliga informationen ska dock inte – med hänsyn till likviditeten på marknaden – omfatta positioner i enskilda institutioner. Slutligen ska påpekas att jag anser att det bästa vore att ha endast *en* informationscentral (till exempel DTCC i USA) eftersom det är av betydelse att kunna få en samlad bild av uteliggande positioner på ett globalt plan. Om fler informationscentraler likväl etableras är det viktigt att ett fungerande system för informationsutbyte upprättas, vilket även det kan baseras på den institutionella design som presenteras i avsnittet nedan.

Förslag 5: Ett internationellt harmoniserat regelverk

Marknaden för handel med kreditderivat är i stor utsträckning internationell.¹³⁹ Det innebär bland annat att problem i ett land snabbt kan sprida sig till andra länder och eftersom det inte finns något krav på fysisk närvaro kan parterna välja att genomföra transaktionen med en motpart i en jurisdiktion med lägre regulatoriska krav, vilket riskerar att leda till ett ”race to the bottom”. Det är därför av vikt att eventuella regelförändringar är baserade på en hög grad av internationell harmonisering.¹⁴⁰

Som ett svar på dessa potentiella problem etablerades nyligen en organisation med benämningen OTC Derivatives Regulators’ Forum. Den består av representanter från en rad olika nationella tillsynsmyndigheter och har bland annat till syfte att ”promote consistent public policy objectives and oversight approaches”, ”adopt, promote and implement consistent standards” och ”coordinate the sharing of information”.¹⁴¹

¹³⁹ En hög andel internationell handel kännetecknar för övrigt alla typer av derivat; det har bland annat framförts att mer än hälften (i vissa fall upp till 75 %) av all exponering från avtal om derivat för amerikanska handlare är att hänföra till utländska motparter, se Davies, S., CROSS-BORDER DERIVATIVES EXPOSURES: HOW GLOBAL ARE DERIVATIVES MARKETS? s. 164.

¹⁴⁰ Betydelsen av internationellt samarbete har vid flera tillfällen betonats i diskussionen efter finanskrisen, se till exempel Commission of European Securities Regulators, RE: COMMISSION CONSULTATION DOCUMENT ON THE POSSIBLE INITIATIVES TO ENHANCE THE RESILIENCE OF OTC DERIVATIVES MARKETS, s. 3, ISDA/LIBA/SIFMA, ovan not 122, s. 6, och Gensler G., ovan not 78, s. 4.

¹⁴¹ Se <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2009/ma090924.html>

Jag anser att det här är en positiv utveckling som på ett bra sätt bemöter en alltmer internationell marknad. Emellertid menar jag att det var ett misstag att etablera kommittén som en separat organisation eftersom jag ser ett värde i att samla olika ”expertgrupper” under samma tak; därigenom uppnås på bästa sätt den helhetsbild som är en förutsättning för effektiv tillsyn av de globala finansmarknaderna. Jag föreslår därför att OTC Derivatives Regulators’ Forum ometableras som en underavdelning till ”Supervisory and Regulatory Cooperation Committee” vilken är en av dagens tre stående kommittéer i FSB (Financial Stability Board).¹⁴² Utöver att skapa bättre förutsättningar för ett heltäckande tillsynsarbete anser jag även att en sådan lösning hade skickat tydligare politiska signaler om kommitténs betydelse; den hade, enkelt uttryckt, fått mer ”tyngd”. För att markera förändringen föreslår jag att organisation ges det nya namnet Derivatives Regulators’ Committee (DRC). Slutligen ska nämnas att utöver de medlemmar som finns i OTC Derivatives Regulators’ Forum bör även inkluderas representanter från relevanta internationella fora (till exempel Basel kommittén) och jag vill även betona betydelsen av en kontinuerlig konsultation med ISDA och övriga berörda branschorganisationer.

Del 4 Avslutande anmärkningar

Cirka femton år efter ”brainstormningen” på Boca Racon Hotel, närmare bestämt den 29 januari 2009, anordnade J.P. Morgan ett cocktailparty i den schweiziska skidorten Davos för sina viktigaste klienter.¹⁴³ En av firmans representanter var Bill Winters. Eftersom han under lång tid varit med i det team som ansvarat för utvecklingen av företagets handel med derivat (han var till exempel med redan 1994 vid Boca Raton Hotel)¹⁴⁴ kom, av naturliga skäl, mycket av diskussionen med gästerna att handla om kreditderivat och dess roll i finanskrisen. Bill gav bland annat uttryck för sin uppfattning att ”this crisis is *not* to do with derivatives. It is about bad mortgage lending, bad risk management practices, how the innovation was used.”¹⁴⁵ I en samling

¹⁴² De övriga två är ”Vulnerabilities Assessment Committee” och ”Standards Implementation Committee”, se till exempel Draghi, M., RE-ESTABLISHMENT OF THE FSF AS THE FINANCIAL STABILITY BOARD, s. 2.

¹⁴³ Tett, G., ovan not 1, s. 227.

¹⁴⁴ Ibid., s. 243 ff.

¹⁴⁵ Ibid., s. 246.

gäster som var måna om att hitta något (eller någon) att ”skylla” sina förlo-
rade pengar på hade han dock svårt att få gehör för sina åsikter.

Syftet med den här artikeln har varit att utreda vilken roll kreditderivaten
spelade i finanskrisen och utifrån det ge förslag på hur instrumenten bör reg-
leras. Som framgått har en av mina argumentationslinjer varit att kreditderi-
vat tillhört ett större sammanhang där utvecklingen till stor del har drivits av
andra omständigheter. Vidare har hävdats att problemen inte relaterar till in-
strumenten som sådana utan till parternas användning, ”infrastrukturella”
svagheter och bristande tillsyn. Med andra ord: i stora drag vad Bill Winters
konstaterade den där kvällen i Davos. Dessa slutsatser innebär dock inte –
vilket är värt att understryka – att en ökad reglering inte är nödvändig;
tvärtom behöver vi agera kraftfullt och omedelbart. Men mer än något behö-
ver vi agera rätt. Därför har slutsatserna betydelse.

Sammanfattningsvis har jag i den här artikeln föreslagit (1) ett bredare
och mer anpassningsbart regelverk, (2) krav på central motpartsclearing för
standardiserade kreditderivat, (3) högre kapitalkrav, (4) krav på rapportering,
och (5) ett internationellt harmoniserat regelverk. Tillsammans utgör försla-
gen min syn på var i gränlandet mellan samhällsekonomiskt värde och sys-
temrisk som framtidens regulatoriska ramverk bör byggas.

Referenser

1. Bair, S.C., *Strengthening the Economy: Foreclosure Prevention and Neighborhood Preservation*, tal inför Committee on Banking, Housing and Urban Affairs; US Senate, 538 Dirksen Senate Office Building, 31 januari 2008
2. Bank for International Settlements, *The Role of Ratings in Structured Finance: issues and implications*, januari 2005
3. Blankfein, L., *Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk*, Financial Times, 9 februari 2009
4. British Bankers' Association, *Credit Derivatives Report*, 2006
5. Commission of the EC, *Commission Staff Working Paper Accompanying The Commission Communication Ensuring Efficient, Safe And Sound Derivatives Markets*, Bryssel, 3 juli 2009
6. Commission of the EC, *Communication From The Commission – Ensuring Efficient, Safe And Sound Derivatives Markets*, Bryssel, 3 juli 2009
7. Commission of the EC, *Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Economic And Social*

- Committee, The Committee of The Regions And The European Central-bank*, (Provisional version, ref: COM(2009) 563/4), Bryssel
8. Commission of the EC, *Proposal For a Directive of The European Parliament And Of The Council Amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC As Regards Capital Requirements For The Trading Book And For Re-Securitisations, And The Supervisory Review of Remuneration Policies*, Bryssel, 13 juli 2009
 9. Committee of European Securities Regulators, *RE: Commission Consultation Document on The Possible Initiatives to Enhance The Resilience of OTC Derivatives Markets*, 14 september 2009, tillgänglig på www.cesr-eu.org/popup2.php?id=6053 (senast besökt 20 december 2009)
 10. Committee of European Securities Regulators, *Transparency of Corporate Bond, Structured Finance Product and Credit Derivatives Markets*, ref: CESR/09-348, 10 juli 2009
 11. Council on Foreign Relations, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Exchanges*, Squam Lake Working Group on Financial Regulation, juli 2009
 12. Davies, S., *Cross-Border Derivatives Exposures: How Global Are Derivatives Markets?*, IFC Bulletin No. 31, tillgänglig på www.bis.org/ifc/publ/ifcb31n.pdf (senast besökt 20 december 2009)
 13. Department of The Treasury, *Administration's Regulatory Reform Agenda Reaches New Milestone: Final Piece of Legislative Language Delivered To Capitol Hill*, Pressrelease, tillgänglig på <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg261.htm> (senast besökt 20 december 2009)
 14. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*
 15. Dittrich, F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Social Science Research Network, 13 juli 2007
 16. Draghi, M., *Re-establishment of the FSF as the Financial Stability Board, at conclusion of London Summit*, 2 april 2009, tillgänglig på <http://www.financialstabilityboard.org> (senast besökt 20 december 2009)
 17. Duffie, D., Zhu, H., *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, 1 juli 2009, tillgänglig på www.stanford.edu/~duffie/DuffieZhu.pdf (senast besökt 20 december 2009)
 18. Duffy, T.A., *Testimony Before the House Committee on Agriculture*, 8 december 2008
 19. Engle, R., *Scope Remains To Circumvent US Bill on OTC Derivatives*, Financial Times, 22 oktober 2009

20. Financial Services Authority, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, mars 2009
21. Financial Services Authority, *Turner Review Conference Discussion Paper 09/4 – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis: systemically important banks and assessing the cumulative impact*, oktober 2009
22. Financial Stability Board, *Principles For Sound Compensation Practices – Implementation Standards*, 25 september 2009
23. Financial Stability Forum, *Report of The Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in The Financial System*, 2 april 2009
24. Financial Stability Forum, *Report of The Financial Stability Forum on Enhancing Market And Institutional Resilience*, 7 april 2008
25. Gapper, J., *Clearing Up The Future of Futures*, Financial Times, 30 september 2009
26. Gensler, G., *OTC Derivatives Regulation*, tal inför kommissionen, 25 september 2009
27. Gerth, J., *Was AIG Watchdog Not Up For The Job?*, Propublica, 10 november 2008, tillgänglig på <http://www.propublica.org/feature/was-aig-watchdog-not-up-to-the-job> (senast besökt 20 december 2009)
28. González-Páramo, J.M., *Some Reflections on The Future of The Market For Credit Derivatives*, 30th International Burgenstock Meeting (arrangerat av Swiss Futures and Options Association), Interlaken, 9 september 2009, tillgänglig på http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090909_1.en.html (senast besökt 20 december 2009)
29. Goodhart, C., Persuad, A., *How to Avoid The Next Crash*, Financial Times, 30 januari 2008
30. Grant, J., *Industrial Groups Warn on OTC Rules*, Financial Times, 27 september 2009
31. Grant, J. et al., *Collateral Damage*, Financial Times, 7 oktober 2009
32. Group of Thirty, *Financial Reform A Framework For Financial Stability*
33. Group of Twenty, *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, 24–25 september 2009, tillgänglig på <http://www.pittsburghsummit.gov/media-center/129639.htm> (senast besökt 20 december 2009)
34. Henderson, S.K., *Regulation of Credit Derivatives: To What Effect And For Whose Benefit?*, del 4, Journal of International Banking and Financial Law, volym 24, nummer 6, 1 juni 2009
35. Henderson, S.K., *Regulation of Credit Derivatives: To What Effect And For Whose Benefit?*, del 5, Journal of International Banking and Financial Law, volym 24, nummer 7, 1 augusti 2009

36. HM Treasury, *Reforming Financial Markets*, White Paper, July 2009
37. Ingves, S., *Det aktuella ekonomiska läget*, tal vid Avanza Bank, Stockholm, 6 maj 2009, tillgänglig på <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=31477> (senast besökt 20 december 2009)
38. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report – Market Developments and Issues*, april 2006
39. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report – Responding to The Financial Crisis And Measuring Systemic Risks*, april 2009
40. International Swaps and Derivatives Association, *The Turner Review: A Regulatory Response to The Global Banking Crisis, Discussion Paper 09/2: A Regulatory Response to The Global Banking Crisis*, 18 juni 2009, tillgänglig på <http://www.isda.org/speeches/comments.html> (senast besökt 20 december 2009)
41. International Swaps and Derivatives Association, et al., *OMG Letter*, 2 juni 2009, tillgänglig på https://www.theice.com/publicdocs/IBOC_OMG_Fed_Letter.pdf (senast besökt 20 december 2009)
42. International Swaps and Derivatives Association/Securities Industry and Financial Markets Association/London Investment Bank Association, *ISDA, SIFMA, LIBA, Respond to EC Consultation on Enhancing OTC Derivatives Infrastructure; support proposals to enhance risk management*, Pressrelease, 2 september 2009, tillgänglig på www.isda.org/press/press090209.pdf (senast besökt 20 december 2009)
43. International Swaps and Derivatives Association/Securities Industry and Financial Markets Association/London Investment Bank Association, *Remissvar till kommissionen (anm: egen titel)*, 31 augusti 2009, tillgänglig på http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-LIBA-SIFMA-Resp2009-EU-OTC-Derivs.pdf (senast besökt 20 december 2009)
44. Jenkins, P., *Goldman Chief Says Banks Lost Control*, Financial Times, 10 september 2009
45. Jenkins, P., Masters, B., *FSA Set Out Tough New Liquidity Rules*, Financial Times, 5 oktober 2009
46. Loader, D., *Clearing And Settlement of Derivatives*, Elsevier Butterworth-Heinemann, 2005
47. Malet, V., et al., *Bankers Fear Over-regulation*, Financial Times, 17 november 2009
48. Mason, D.M., *Credit Derivatives: Market Solutions to the Market Crisis*, Backgrounder (publicerad av the Heritage Foundation) nummer 2262, 23 april 2009

49. McCreevy, C., *Charlie McCreevy European Commissioner For Internal Market And Services Annual Sir Thomas Gresham Lecture London*, 10 September 2009, Pressrelease, tillgänglig på <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/386&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (senast besökt 20 december 2009)
50. McKnight, A., *The Law of International Finance*, Oxford University Press, 2008
51. Mingle, D., *Credit Derivatives: An Overview*, Atlanta Fed's Financial Markets Conference, "Credit Derivatives: Where's the Risk?", 14–16 maj 2007, tillgänglig på www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq407_mingle.pdf (senast besökt 20 december 2009)
52. Mohan, R., *Global Financial Crisis – causes, impact, policy responses and lessons*, tal vid 7th Annual India Business Forum Conference, London Business School, London, 23 april 2009, tillgänglig på <http://www.bis.org/review/r090506d.pdf> (senast besökt 20 december 2009)
53. Molostova, I., *Credit Derivatives As Credit Risk Mitigation Under Basel II*, tillgänglig på <http://www.allenoverly.com/AOWEB/AreasOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&itemID=40310&prefLangID=410> (senast besökt 20 december 2009)
54. Morrison & Foerster LLP, *Credit Default Swaps as Insurance: one regulator or many?*, 6 oktober 2008, tillgänglig på www.mofo.com/news/updates/files/081006CreditDefault.pdf (senast besökt 20 december 2008)
55. National Conference of Insurance Legislators, *Proposed Credit Default Insurance Model Legislation*, 20 oktober 2009, tillgänglig på www.ncoil.org/schedule/200930Day/Annual30Day/CDIModel.pdf (senast besökt 20 december 2009)
56. Noyer, C., *A Stronger Infrastructure Will Cut CDS Vulnerability*, Financial Times, 20 oktober 2009
57. Nyberg, L., *Kreditderivat – risker och möjligheter*, Anförande StrategiTorget Bank, Finans & Försäkring, Stockholm, 13 mars 2007, tillgänglig på <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=24210> (senast besökt 20 december 2009)
58. Persuad, A., *Boomtime Regulators Will Not Rein in the Bankers*, Financial Times, 27 november 2009
59. Pettersson, O., *När musiken tystnar – om den globala finanskrisen*, enheten för ekonomisk politik och arbetsmarknad, Landsorganisationen i Sverige

60. Policy Department Economic and Scientific, Policy *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*, 2007
61. Raines, M., Lau, F., *UK Securitisation*, Bankers' Law, Volym 1, nummer 2
62. Salcic, Z., *Avtal om kreditderivat*, doktorsavhandling i juridik vid Stockholms universitet, Stockholm, Universitetservice, 2006
63. Schwarcz, S.L., *Systemic Risk*, Duke Law Faculty Scholarship, paper 1903, 2008
64. Sender, H., *Greenlight Capital Founder Calls For CDS Ban*, Financial Times, 6 november 2009
65. Shadab, H.B., *Guilty By Association? Regulating Credit Default Swaps*, Entrepreneurial Business Law Journal, kommande artikel (utkast senast uppdaterat 8 april 2009), tillgänglig på http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368026 (senast besökt 20 december 2009)
66. State of New York Insurance Department, *Circular Letter no. 19*, 22 september 2008, tillgänglig på http://www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08_19.htm (senast besökt 20 december 2009)
67. Stout, L.A., *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*, UCLA School of Law, hösten 2009, tillgänglig på www.cato.org/pubs/regulation/regv32n3/v32n3-1.pdf (senast besökt 20 december 2009)
68. Tait, N., *EU Unveils Proposals For Derivatives*, Financial Times, 21 oktober 2009
69. Tett, G., *Fool's Gold – How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*, Free Press, 2009
70. Tett, G., *This Clearing House Idea Has to Be Put on a Sound Base*, Financial Times, 6 november 2009
71. Tett, G., *Why We Should All Watch What Barclays Does in the Cellar*, Financial Times, 18 september 2009
72. The de Larosière Group, *The de Larosière report*
73. The European Parliament, *Position of The European Parliament Adopted at First Reading on 23 April 2009 With a View to The Adoption of Directive 2009/.../EC of The European Parliament And of The Council on Credit Rating Agencies*, tillgänglig på <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P6-TA-2009-0279+0+DOC+XML+V0//EN> (senast besökt 20 december 2009)
74. Turner, A., *Priorities For The Reform of Global Regulation – Challenging Past Assumptions*, tal i Tel Aviv, 11 juni 2009, tillgänglig på <http://>

- www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0611_at.shtml (senast besökt 20 december 2009)
75. US Securities and Exchange Commission, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*
 76. US Securities and Exchange Commission, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, juli, 2008
 77. US Treasury, *Administration's Regulatory Reform Agenda Moves Forward: Credit Rating Agency Reform Legislation Sent to Capital Hill*, Pressrelease, 21 juli 2009, tillgänglig på http://www.financialstability.gov/latest/tg_07212009.html (senast besökt 20 december 2009)
 78. van Duyn, A., *Regulators Seek Further Transparency on CDS Prices*, Financial Times, 17 september 2009
 79. Walker, G.A., *Credit Contraction, Financial Collapse and Global Recession*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, volym 24, nummer 1, 2009
 80. Walker, G.A., *Credit Crisis: Regulatory and Financial Systems Reform*, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, november 2007
 81. Wallison, P., *Comments on Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them (Stout, L.A.)*, UCLA School of Law, hösten 2009, tillgänglig på www.cato.org/pubs/regulation/regv32n3/v32n3-1.pdf (senast besökt 20 december 2009)
 82. Whalen, C., *What is To Be Done With Credit Default Swaps?*, tal vid the American Enterprise Institute, 23 februari 2009, tillgänglig på www.rcwhalen.com/pdf/cds_aei.pdf (senast besökt 20 december 2009)
 83. Wigglesworth, R., *Asset Classes: moves beyond property and equities pick up pace*, Financial Times, 7 december 2009
 84. Wood, P., *Law and Practice of International Finance*, London, Sweet & Maxwell, 2008
 85. Wood, P., *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems*, The Law and Practice of International Finance Series, London, Sweet & Maxwell, 2007
 86. Wood, P., *What is a Central Counterparty in Financial Markets?*, 20 augusti 2009, tillgänglig på <http://www.allenoverly.com/AOWEB/AreaOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&itemID=52783&prefLangID=410> (senast besökt 20 december 2009)

Rättsfall

1. Business Computers Ltd. v. Anglo-African Leasing Ltd. [1977] 1 WLR 578
2. Carlill v. The Carbolic Smoke Ball Company [1892] 2 QB 484
3. Castellain v. Preston [1883] 11 QBD 380
4. HIH Casualty and General Insurance Ltd. v. Chase Manhattan Bank [2003] UKHL 6
5. Lindens Garden Trust Ltd. v. Lenesta Sludge Disposals Ltd. [1994] AC 85
6. Money Market International Stockbrokers Ltd. v. London Stock Exchange Ltd. [2002] 1 WLR 1159
7. Morgan Grenfell and Co. Ltd. v. Welwyn Hatfield DC
8. National Westminster Bank PLC v. Spectrum Plus Ltd. [2004] EWCA Civ 670
9. Re Georg Inglefield [1933] Ch 1
10. Shipton Anderson and Co. [1927] Ltd. v. Micks Lambert and Co. [1936] 55 Lloyd's Law Rep 384
11. Universal Stock Exchange Ltd. v. Strachan [1896] AC 166