

Bryssel den 19.10.2017
COM(2017) 604 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

**enligt artikel 29.3 i förordning (EU) 2015/2365 av den 25 november 2015 om transparens
i transaktioner för värdepappersfinansiering och om återanvändning samt om ändring
av förordning (EU) nr 648/2012**

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET
enligt artikel 29.3 i förordning (EU) 2015/2365 av den 25 november 2015 om transparens
i transaktioner för värdepappersfinansiering och om återanvändning samt om ändring
av förordning (EU) nr 648/2012

1. INLEDNING

Förordning (EU) 2015/2365 om transparens i transaktioner för värdepappersfinansiering och om återanvändning (*Securities Financing Transactions Regulation*, nedan kallad *SFT-förordningen*) syftar till att få en bättre förståelse för effekterna av skuggbankverksamhet (kreditförmedling utanför banksektorn) och till att hantera de risker som transaktioner för värdepappersfinansiering innebär.

Transaktioner för värdepappersfinansiering utgörs av transaktioner för finansiering eller utlåning mot säkerhet som medför ett tillfälligt utbyte av tillgångar där en del av transaktionen fungerar som garanti (säkerhet). Återköpsavtal (repo) är den viktigaste kategorin av transaktioner för värdepappersfinansiering vad gäller utestående belopp och omsättning. De motiveras i allmänhet av behovet av att låna kontanta medel. Ur låntagarens synvinkel består transaktionen av försäljning av värdepapper mot kontanta medel, samtidigt som det i förväg avtalas om att köpa tillbaka värdepappren till ett förutbestämt pris. De sålda värdepappren fungerar som säkerhet för köparen (tillhandahållaren av kontanta medel) i repa. Värdepapperslån, den näst största kategorin av transaktioner för värdepappersfinansiering, drivs främst av marknadens efterfrågan av specifika värdepapper, t.ex. sådana för blankning eller avveckling. Vid denna typ av transaktion lånar en motpart värdepapper mot en avgift mot säkerhet i form av kontanta medel eller andra värdepapper som ges av den andra motparten.

Transaktioner för värdepappersfinansiering gör det möjligt för banker och marknadsaktörer utanför banksektorn att få tillgång till finansiering/utlåning mot säkerhet på kort sikt, varvid investerings- och finansieringsmöjligheter med låg risk skapas. Följaktligen är transaktioner för värdepappersfinansiering en integrerad del av det nuvarande finansiella ekosystemet. Valfungerande marknader för transaktioner för värdepappersfinansiering är avgörande för omflyttning av kontanta medel och värdepapper mellan marknadsaktörer, dvs. finansiella och icke-finansiella institut. De stödjer även prisbildning och likviditet på andrahandsmarknaden för ett antal värdepapper och främjar genomförandet av strategier för riskhantering och hantering av säkerheter¹. Vidare spelar i synnerhet repomarknader en central roll i de europeiska centralbankernas penningpolitiska operationer. Inte desto mindre kan transaktioner för värdepappersfinansiering öppna för en uppbyggnad av lånefinansierade placeringar och procyklikalitet, såsom visades under framväxten av den finansiella krisen 2007–2008. Transaktioner för värdepappersfinansiering stärker även sammankopplingen mellan olika slags marknadsaktörer och kan därför öka risken för finansiella spridningseffekter.

¹ FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking*, 29 augusti 2013
http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/

På global nivå ansvarar rådet för finansiell stabilitet (FSB) för att identifiera sådana risker och för att ta fram rekommendationer för att hantera dem på ett internationellt samordnat sätt. I augusti 2013 antog FSB en politisk ram² för hantering av risker med skuggbankverksamhet inom utlåning av värdepapper och repor. Ramen innehåller en uppsättning politiska rekommendationer och godkändes av ledarna inom G20 i september 2013. Ett antal av rekommendationerna syftar till att stärka transparensen för marknader för transaktioner för värdepappersfinansiering genom frekvent och noggrann lagstadgad rapportering. SFT-förordningen är ett svar på dessa rekommendationer på EU-nivå.

I november 2015 utökade FSB sina politiska rekommendationer³ med en rättslig ram för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering vars clearing inte sker centralt. Ett värderingsavdrag är en rabatt som tillämpas på värdet för tillhandahållen säkerhet, i syfte att ta marknadsrisken i beaktande. Värderingsavdrag syftar till att förhindra en alltför stor andel lånefinansierade placeringar såväl som till att minska koncentrationsriskerna och riskerna för fallissemang.

2. RAPPORTENS SYFTE OCH BIDRAG FRÅN INTRESSEENTER

Enligt artikel 29.3 i SFT-förordningen ska kommissionen utarbeta en rapport ”*om framstegen i de internationella insatserna för att minska riskerna i samband med transaktioner för värdepappersfinansiering, inbegripet FSB:s rekommendationer om värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering som inte omfattas av central clearing, och om lämpligheten av dessa rekommendationer för unionens marknader*”.

För att sätta FSB:s rekommendationer i rätt sammanhang och för att svara på åtagandet från kommissionen i dess uppmaning till berörda parter att inkomma med synpunkter⁴ kommer denna rapport också att tillhandahålla en kortfattad bedömning av de europeiska marknaderna för transaktioner för värdepappersfinansiering.

Såsom krävs enligt SFT-förordningen har Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), i samarbete med Europeiska bankmyndigheten (EBA) och Europeiska systemrisknämnden (ESRB), tagit fram en rapport⁵ vari följande bedöms:

- Huruvida användningen av transaktioner för värdepappersfinansiering leder till en betydande uppbyggnad av lånefinansierade placeringar som inte åtgärdas genom befintlig reglering.
- De tillgängliga möjligheterna att, om så krävs, åtgärda en sådan uppbyggnad.
- Huruvida det krävs ytterligare åtgärder för att begränsa procyklikalteten i lånefinansierade placeringar.

² Ibid.

³ FSB, *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance*, 12 november 2015
<http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>

⁴ COM(2016) 855 final.

⁵ Esma, *Report on securities financing transactions and leverage in the EU*, 4 oktober 2016
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality>

Vidare har ett antal andra policydokument och bidrag beaktats vid utarbetandet av denna rapport, i synnerhet de ovannämnda FSB-handlingarna såväl som rapporter från ESRB⁶⁷ och Banken för internationell betalningsutjämnning (BIS)⁸.

3. MARKNADER FÖR TRANSAKTIONER FÖR VÄRDEPAPPERSFINANSIERING

3.1. FUNKTIONSSÄTT FÖR EUROPEISKA MARKNADER FÖR TRANSAKTIONER FÖR VÄRDEPAPPERSFINANSIERING

Marknader för transaktioner för värdepappersfinansiering spelar en väsentlig roll i dagens finansiella system genom att stödja marknadsaktörer i deras behov av finansiering mot säkerhet och ställande av säkerhet. Repor är särskilt viktiga för funktionen hos interbankmarknader, som erbjuder ett alternativ till utlåningen mellan banker utan säkerhet och inlåning med avtalad löptid för att täcka kassakrav och hantera likviditetsbehov.

Vikten av att begränsa motpartsrisken har ökat sedan den finansiella krisen, vilket lett till en växande efterfrågan av säkerhet från marknadsaktörerna. Följaktligen har det skett ett starkt skifte från marknader för utlåning utan säkerhet till sådana med säkerhet. Omsättningen på marknaden för utlåning mot säkerhet var 2015 tio gånger större än den för utlåning utan säkerhet, jämfört med en faktor på 1,6 ännu år 2008⁹. Vad gäller marknadsvolym var utestående belopp på europeiska repomarknader 5,6 biljoner euro, vilket motsvarar ungefär 13 % av EU-bankers totala tillgångar eller 25 % av utestående obligationer och börsnoterade aktier utställda i euro¹⁰.

Repor är inte endast ett stöd för att erhålla finansiering mot säkerhet. Institutionella investerare och icke-finansiella motparter utnyttjar repomarknaderna för att lagra kontanta medel och få ränta. Vidare försöker banker och marknadsaktörer utanför banksektorn ofta att erhålla värdepapper som kan användas som säkerhet till stöd för finansiella transaktioner utöver in-/utlåning av kontanta medel. Detta kan uppnås genom omvända repor, som innebär en genuin försäljning och vidareförsäljning av finansiella tillgångar, eller transaktioner avseende utlåning av värdepapper, en annan viktig klass av transaktioner för värdepappersfinansiering. Transaktioner för värdepappersfinansiering har länge använts som en källa till värdepapper, t.ex. för att genomföra blankning. Utökat ställande av säkerhet för transaktioner med OTC-derivat, inbegripet skiftet till clearing för centrala motparter, har knutit användningen av OTC-derivatkontrakt närmare tillgängligheten av säkerhet. Marknadsaktörer som genomför transaktioner med OTC-derivat kommer ofta att repa ut

⁶ ESRB, *Opinion to ESMA on securities financing and leverage*, 4 oktober 2016

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?

⁷ ESRB, *The macroprudential use of margins and haircuts*, 16 februari 2017

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a

⁸ BIS, CGFS Papers nr 59, *Repo market functioning*, 12 april 2017 <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

⁹ ECB:s penningmarknadsundersökning

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

¹⁰ Internationella kapitalmarknadsorganisationens marknadsundersökning

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>

värdepapper för att erhålla kontanta medel för att uppfylla sina marginalsäkerhetskrav, samtidigt som centrala motparter kan använda omvända repor för att lagra säkerhet i form av kontanta medel, vilket leder till en ytterligare efterfrågan av båda sidor av repomarknaden.

Mer nyligen har väsentliga förändringar observerats på repomarknaderna. Efterfrågan av värdepapper som säkerhet har ökat betydligt, samtidigt som, enligt intressenter, tillgången av högkvalitativ säkerhet har minskat, åtminstone under vissa perioder. Detta har visat sig i form av högre utestående belopp för omvända repor än för normala repor och särskilt i form av högre premier för särskild säkerhet¹¹.

Statsskuldskrisen kan ha påverkat tillgången av tillgångar med anledning av den försämrade kreditvärdigheten för vissa statsobligationer, som marknadsaktörerna inte längre anser vara högkvalitativ säkerhet. Marknadsaktörerna uppfattar också ECBS program för köp av tillgångar, i synnerhet statsobligationer, som en bidragande orsak till bristen på högkvalitativ säkerhet och till den låga kostnaden för finansiering i euro jämfört med finansiering i US-dollar. Det senare kan ha en indirekt effekt på efterfrågan av värdepapper genom att göra det lönsamt att byta US-dollar mot euro och investera vinsten i tillgångar som är utställda i euro. Marknadspositionering vid en specifik tidpunkt spelar också roll: en ökning av korta positioner höjer även efterfrågan av värdepapper.

Vidare hävdar intressenter att utöver makroekonomisk politik kan även reglering ha påverkat verksamheten på säkerhetsmarknaderna. Utöver krav på central clearing, vilket ledde till en allmän ökning av efterfrågan av säkerhet, anges Basel III ofta av marknadsaktörer som något som omvandlat och omformat repomarknadernas struktur och dynamik. Skuldsättningsgraden, riskkapitalkraven, likviditetstäckningsgraden och den stabila nettofinansieringskvoten anses ha haft en kumulativ effekt på likviditeten på repomarknaderna. Var och en av dessa delar anses innebära begränsningar för eller en högre kostnad för repoverksamhet.

Tecken på spänningar på repomarknaderna har nyligen blivit uppenbara, i synnerhet kring datum för lagstadgad rapportering: vissa finansinstitut minskade temporärt eller drog sig tillbaka från verksamhet på repomarknaderna i slutet av 2016 och gjorde detsamma, fast i mer begränsad omfattning, vid kvartalssluten. I vissa fall var bristen på tillgång av högkvalitativ säkerhet, även om den förutspåts av marknadsaktörerna, så tydlig att den ledde till en stark ökning av pristillägget för säkerhet som det rådde brist på vid specifika datum. Huruvida detta påverkade priser och likviditet i allmänhet på obligationsmarknaden är svårt att fastställa. Hittills verkar effekten ha varit mycket begränsad och kortvarig.

3.2. LÅNEFINANSIERADE PLACERINGAR OCH ALTERNATIV FÖR ATT HANTERA DERAS UPPBYGGNAD

Genom att underlätta kredittillväxt skapar transaktioner för värdepappersfinansiering lånefinansierade placeringar¹² utanför banksystemet med dess tillsynslagstiftning. Vidare möjliggör återinvestering av kontantsäkerhet och återanvändning av icke-kontant säkerhet

¹¹ Ibid.

¹² Lånefinansierade placeringar avser användning av lånade medel för köp av tillgångar.

potentiellt för marknadsaktörerna att rekursivt utnyttja sina positioner¹³. I vissa situationer skulle detta kunna leda till en uppbyggnad av en alltför stor andel lånefinansierade placeringar, vilket i sin tur skulle kunna utgöra en risk för den finansiella stabiliteten, i synnerhet på grund av de implicita procykliska effekterna: i allmänhet bidrar lånefinansierade placeringar till tillväxt av balansräkningen under starka faser av ekonomin och till minskad skuldsättning under nedgångar i ekonomin¹⁴.

Det specifika bidraget från transaktioner för värdepappersfinansiering till uppbyggnaden av lånefinansierade placeringar är svår att bedöma på grund av en brist på detaljerade uppgifter (t.ex. volymen av marginalutlåning, uppgifter om återinvestering och återanvändning av säkerhet) och de potentiellt skilda skäl av vilka transaktioner för värdepappersfinansiering genomförs. Det krav på rapportering på transaktionsnivå som infördes genom SFT-förordningen kommer att göra det möjligt för myndigheterna att generera dessa uppgifter i framtiden och bättre analysera följderna av transaktioner för värdepappersfinansiering vad gäller skapande av lånefinansierade placeringar.

Vad anbelangar hantering av uppbyggnad av lånefinansierade placeringar bör det först noteras att det finns olika slags lånefinansierade placeringar. Till exempel är skillnaden mellan brutto- och nettovärdet för lånefinansierade placeringar relevant för att förstå följderna av lånefinansierade placeringar för den finansiella stabiliteten. Arbete pågår inom detta område för att ta fram konsekventa mått på lånefinansierade placeringar över jurisdiktioner och sektorer¹⁵.

Ett antal delar av EU:s rättsliga ramar för finansiella tjänster syftar till att begränsa lånefinansierade placeringar och procyklikalitet. Detta gäller i synnerhet inom banksektorn med dess Basel III-regelverk¹⁶, även om vissa av åtgärderna inom detta regelverk har införts först nyligen och ännu inte har genomförts fullt ut. Vissa åtgärder och krav i syfte att hantera lånefinansierade placeringar gäller även för försäkringsföretag, centrala motparter och investeringsfonder. För närvarande finns inga EU-täckande instrument som syftar till att begränsa uppbyggnaden av lånefinansierade placeringar över alla finansiella sektorer.

Utöver de sektoriella åtgärder som anges ovan kan marginaler och värderingsavdrag, i det specifika sammanhanget för transaktioner för värdepappersfinansiering, vara lämpliga verktyg för att begränsa uppbyggnaden av lånefinansierade placeringar och i synnerhet den rekursiva tillämpningen av lånefinansierade placeringar. FSB har utfärdat rekommendationer med avseende på värderingsavdrag på säkerhet som täcks mer utförligt senare i rapporten (se 4.6).

¹³ ESRB (2016), s. 5.

¹⁴ Esma (2016), s. 48.

¹⁵ Esma (2016), s. 49.

¹⁶ Esma (2016), s. 25. Här anges ett antal instrument som genomförts inom ramen för Basel III-regelverket genom kapitalkravsdirektivet (direktiv 2013/36/EU) och kapitalkravsförordningen (förordning (EU) nr 575/2013). Dessa åtgärder inbegriper högre krav på absorbering av förluster och högkvalitativt kapital, starkare kapitalkrav för motpartsriskexponeringar i samband med derivat och transaktioner för värdepappersfinansiering, införandet av belåningsgrad, likviditetstäckningsgrad och stabil nettofinansieringskvot, samt bättre strukturer för riskhantering, styrning och kompensation.

Samtidigt som fastställande av värderingsavdrag kan begränsa uppbyggnaden av lånefinansierade placeringar kan tillvägagångssättet i sig potentiellt skapa procykliska effekter. I perioder av uppsving kan marknadsaktörerna minska nivåerna för värderingsavdrag eftersom de förväntar sig en lägre likvidationsrisk för säkerhet. I perioder av nedgång skulle marknadsaktörerna kunna tendera att öka värderingsavdrag för att beakta en högre förväntad volatilitet avseende likvidation av säkerhet¹⁷. I detta skede finns det dock inga tydliga bevis för hur och i vilken utsträckning sådana rörelser av värderingsavdrag påverkar priser på tillgångar, lånefinansierade placeringar och finansiella cykler¹⁸.

4. INTERNATIONELLA ÅTGÄRDER FÖR ATT MINSKA RISKERNA MED TRANSAKTIONER FÖR VÄRDEPAPPERSFINANSIERING

4.1. BAKGRUND

I augusti 2013¹⁹ och november 2015²⁰ offentliggjorde FSB rapporter med rekommendationer för hantering av risker avseende finansiell stabilitet i förhållande till transaktioner för värdepappersfinansiering. Dessa rekommendationer syftar i breda drag till att

- öka transparensen för marknader för värdepappersfinansiering via frekvent och noggrann lagstadgad rapportering och lagstadgat offentliggörande av information,
- införa rättsliga standarder för återinvestering av kontantsäkerhet,
- införa principer för återpansättning av kunders tillgångar,
- införa rättsliga standarder för värdering/förvaltning av säkerhet, och
- införa kvalitativa standarder för metoder för beräkning av värderingsavdrag på säkerhet och införande av ett ramverk för numeriska golv för värderingsavdrag.

I följande avsnitt beskrivs i korthet rekommendationerna och det görs en bedömning av i vilken utsträckning de har genomförts, både på EU nivå och internationell nivå. När så är lämpligt föreslås möjliga vägar framåt.

4.2. TRANSPARENS FÖR MARKNADER FÖR TRANSAKTIONER FÖR VÄRDEPAPPERSFINANSIERING (FSB:S REKOMMENDATIONER 1–5)

Myndigheter bör ges möjlighet att inhämta omfattande och läglig information om exponeringar mot transaktioner för värdepappersfinansiering mellan finansinstitut, inbegripet om sammansättningen och utvecklingen av den underliggande säkerheten. I detta syfte bör uppgifter på handelsnivå och positionsuppgifter om transaktioner för värdepappersfinansiering samlas in frekvent och med hög noggrannhet. Konsekvens inom förfarandet för insamling av uppgifter genom definition och tillämpning av standarder bör möjliggöra regional och global sammanställning av insamlade uppgifter. Slutligen, eftersom transaktioner för värdepappersfinansiering i stor utsträckning används av investeringsfonder,

¹⁷ ESRB (2016), s. 10.

¹⁸ ESRB (2017), s. 35.

¹⁹ FSB (2013).

²⁰ FSB (2015).

bör chefer för sådana fonder erfordras att rapportera lämpliga uppgifter om verksamhet rörande transaktioner för värdepappersfinansiering till sina slutinvestorer.

SFT-förordningen, som antogs i november 2015, är ett svar på dessa rekommendationer. Förordningen består av tre delar, nämligen följande:

- Krav för motparter vid transaktioner för värdepappersfinansiering om att rapportera alla transaktioner för värdepappersfinansiering till centrala transaktionsregister.
- Krav för investeringsfonder att offentliggöra användningen av transaktioner för värdepappersfinansiering för investerare i sina ordinarie rapporter och handlingar före avtal.
- Minimikrav på transparens för återanvändning av säkerhet som erhållits i en transaktion för värdepappersfinansiering, såsom offentliggörande av de resulterande riskerna och konsekvenserna såväl som föregående godkännande av den motpart som tillhandahåller säkerhet (beaktar FSB:s rekommendation 7 om återpantställning, se 4.4).

I SFT-förordningen beaktas FSB:s rekommendationer om transparens fullt ut. De positionsuppgifter och uppgifter på handelsnivå som ska rapporteras enligt SFT-förordningen är också i linje med FSB:s krav. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), som ansvarar för utarbetandet av tekniska standarder för genomförandet av SFT-förordningen, har tagit FSB:s arbete i beaktande och inkluderat de erfordrade uppgifterna i det föreslagna rapporteringsramverket. Kommissionen och Esma fortsätter sitt nära samarbete med FSB, och FSB:s arbete beaktas vid det föreliggande slutförandet av SFT-förordningens genomförandeåtgärder. Faktisk rapportering förväntas inledas från och med 2019. Kommissionen kommer två år efter inledandet av rapporteringen att utvärdera SFT-förordningens ändamålsenlighet.

4.3. ÅTERINVESTERING AV KONTANTSÄKERHET (FSB:S REKOMMENDATION 6)

Myndigheter som ansvarar för enheter utanför banksektorn som är verksamma inom utlåning av värdepapper (huvudsakliga långivare och låneförmedlare) bör införa regelverk i sina jurisdiktioner som uppfyller FSB:s minimistandarder för återinvestering av kontantsäkerhet, för att begränsa de likviditetsrisker som uppstår till följd av sådan verksamhet. Minimistandarderna innehåller principer och åtgärder på en hög nivå som behandlar likviditetsrisk och löptidstransformering, såväl som koncentrations- och kreditrisk.

I augusti 2014 antog Esma *Riktlinjer om börshandlade fonder och andra frågor som rör fondföretag*²¹ som innehåller regler för återinvestering av kontantsäkerhet av kapitalförvaltare vid fondföretag som är verksamma inom transaktioner avseende utlåning av värdepapper. Reglerna behandlar likviditet, värdering, diversifiering, behörighet, korrelation och andra kriterier för återinvesterad kontantsäkerhet. Även om riktlinjerna inte är obligatoriska måste behöriga myndigheter och aktörer på finansmarknaden vidta alla åtgärder för att följa dessa riktlinjer och rekommendationer eller förklara varför de inte avser att följa dem.

²¹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-ensv.pdf>

Vidare förbjuds specifikt sådana fonder att ingå avtal om utlåning av värdepapper, genom EU:s förordning om penningmarknadsfonder²².

4.4. ÅTERPANTSÄTTNING²³ AV KUNDERS TILLGÅNGAR (FSB:S REKOMMENDATIONER 7 OCH 8)

FSB har utfärdat flera rekommendationer avseende återpantsättning av kunders tillgångar. För det första bör finansiella mellanhänder tillhandahålla tillräcklig information till kunderna avseende återpantsättningen av deras tillgångar så att kunderna kan förstå sin exponering i händelse av att mellanhanden går i konkurs. För det andra får kunders tillgångar återpantasättas av en mellanhand i syfte att finansiera kunders långa positioner och för att täcka korta positioner, men de bör inte återpantasättas i syfte att finansiera mellanhandens aktiviteter för egen räkning. För det tredje bör endast enheter som är föremål för adekvat reglering av likviditetsrisk tillåtas återpantasätta kunders tillgångar.

Vad gäller information till kunder fastställs genom artikel 15 i SFT-förordningen att rätten att återanvända säkerhet ska vara föremål för underrättande av tillhandahållaren av säkerhet om de möjliga riskerna med och konsekvenserna av att bevilja förfoganderätt över en säkerhet. Vidare är rätten att återanvända säkerhet föremål för att tillhandahållaren av säkerhet ger sitt uttryckliga förhandssamtycke.

Angående användningen av kunders tillgångar inom aktiviteter för egen räkning föreskrivs i Mifid I²⁴ att värdepappersföretag och kreditinstitut måste skydda kundernas äganderätt och hindra användning av en kunds instrument för egen räkning förutom med kundens uttryckliga samtycke. Dessa krav kommer att stärkas ytterligare från och med januari 2018 i enlighet med Mifid II²⁵, enligt vilket slutande av avtal om finansiell äganderättöverföring med icke-professionella kunder förbjuds och villkor införs om slutande av avtal om finansiell äganderättöverföring med professionella kunder, med tonvikt på riskerna i samband med detta och effekterna på kundens finansiella instrument och medel. Slutligen, angående fondföretag, föreskrivs i Esmas riktlinjer om börshandlade fonder och andra frågor som rör fondföretag och förordningen om penningmarknadsfonder att icke-kontant säkerhet som erhålls inte bör säljas, återinvesteras eller pantsättas.

De finansinstitut (dvs. värdepappersföretag och kreditinstitut) som tillåts återpantasätta kunders tillgångar enligt de villkor som beskrivs ovan är i alla händelser föremål för reglering avseende likviditetsrisk i enlighet med EU:s kapitalkravsram.

4.5. VÄRDERING OCH FÖRVALTNING AV SÄKERHET (FSB:S REKOMMENDATION 9)

Motparter vid transaktioner för värdepappersfinansiering som tar emot säkerhet bör endast godta säkerhetstyper som – efter en konkurs för en motpart – de har möjlighet att inneha

²² Förordning (EU) 2017/1131 av den 14 juni 2017.

²³ I FSB:s terminologi definieras "återanvändning" som all användning av värdepapper som tillhandahålls i en transaktion i syfte att fungera som säkerhet för en annan transaktion. "Återpantsättning" definieras mer snävt som återanvändning av kunders tillgångar.

²⁴ Direktivet om marknader för finansiella instrument, 2004/39/EG, av den 21 april 2004.

²⁵ Direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014.

under en period utan att bryta mot lagar eller förordningar, och med tillbörlig värdering och riskhantering. De bör även ha beredskapsplaner för konkurser för deras största motparter på marknaden, också i tider av marknadsoro.

Säkerhet och utlånade värdepapper bör marknadsvärderas åtminstone dagligen och variationsmarginaler samlas in åtminstone dagligen, där beloppen överstiger en minsta acceptabel tröskel.

Minimnivåer för lagstadgade standarder för värdering och förvaltning av säkerhet har införts för fondföretag och penningmarknadsfonder, vissa kreditinstitut och värdepappersföretag samt för försäkringsföretag och tjänstepensionsfonder.

För fondföretag finns regler om förvaltning av säkerhet i Esmas riktlinjer om börshandlade fonder och andra frågor som rör fondföretag. Säkerhet som erhålls bör vara mycket likvid och handlas på reglerade marknader eller multilaterala handelsplattformar med transparent prissättning så att den kan säljas snabbt. Den bör värderas åtminstone dagligen och tillgångar med hög prisvolatilitet bör inte accepteras, såvida inte tillbörligt försiktiga (stora) värderingsavdrag tillämpas. Dessutom föreskrivs i förordningen om penningmarknadsfonder striktare regler för förvaltning av säkerhet, i synnerhet på grund av penningmarknadsfondernas specifika karaktär. Kommissionen är bemyndigad att anta delegerade akter med specifikation av krav för kvantitativ och kvalitativ likviditet och kreditkvalitet som är tillämpliga på den erhållna säkerheten.

För kreditinstitut och värdepappersföretag som använder metoder med interna modeller för att beräkna minimikapitalkrav för transaktioner för värdepappersfinansiering fastställs i EU:s kapitalkravsram att en enhet för förvaltning av säkerhet ska inrättas. Enligt Mifid II krävs att värdepappersföretag och kreditinstitut i) säkerställer för alla kunder att låntagaren av kunders finansiella instrument tillhandahåller tillbörlig säkerhet och ii) övervakar den fortsatta tillbörligheten för säkerheten och vidtar nödvändiga åtgärder för bibehållande av balansen med värdet för kundens instrument.

För försäkrings- och återförsäkringsföretag infördes genom direktivet Solvens II²⁶ ”aktsamhetsprincipen”, som innebär att försäkringsföretag endast investerar i tillgångar och instrument vars risker de på ett tillfredsställande sätt kan identifiera, mäta, övervaka och kontrollera. Försäkringsgivare får vara verksamma inom transaktioner för värdepappersfinansiering om aktsamhetsprincipen iakttas. I detta fall måste säkerhet värderas i enlighet med direktivet Solvens II och dess delegerade akt. För tjänstepensionsfonder inbegrips en liknande aktsamhetsprincip i direktivet om tjänstepensionsinstitut (IORP2)²⁷. Dessutom införs ett adekvat riskhanteringssystem i syfte att balansera investeringsfriheten. Precis som för försäkringsgivare gäller för pensionsfonder att om aktsamhetsprincipen iakttas får dessa vara verksamma inom transaktioner för värdepappersfinansiering.

4.6. VÄRDERINGSAVDRAG PÅ SÄKERHET (FSB:S REKOMMENDATIONER 12–18)

²⁶ Direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009.

²⁷ Direktiv (EU) 2016/2341 av den 14 december 2016.

I FSB:s ramverk för värderingsavdrag rekommenderas följande tvåstegsmetod:

1. Kvalitativa standarder för metoder som används av marknadsaktörer för beräkning av värderingsavdrag på säkerhet.
2. Numeriska golv för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering som inte omfattas av central clearing, genom vilka finansiering mot säkerhet annan än statspapper tillhandahålls enheter utanför banksektorn, i enlighet med tabellen nedan.

Numeriska golv för värderingsavdrag för transaktioner för värdepapper mot kontanta medel

Säkerhetens återstående löptid	Nivå för värderingsavdrag	
	Företag och andra emittenter	Värdepapperiserade produkter
Skuldpaper på ≤ 1 år, och obligationer med rörlig ränta	0,5 %	1 %
Skuldpaper på > 1 år, ≤ 5 år	1,5 %	4 %
Skuldpaper på > 5 år, ≤ 10 år	3 %	6 %
Skuldpaper på > 10 år	4 %	7 %
Aktier som ingår i ett centralt index	6 %	
Andra tillgångar inom ramen för ramverket	10 %	

Källa: FSB:s rättsliga ram för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering vars clearing inte sker centralt.

Rekommendationer om metoder

Minimistandarderna för den metod som används för beräkning av värderingsavdrag kompletterar den befintliga enhetsbaserade regleringen av lånefinansierade placeringar (för kreditinstitut och värdepappersföretag) och behandlar specifikt procyklikaltitet. Värt att notera är att tillämpningsområdet för denna rekommendation är brett och att den gäller för alla marknadsaktörer som erhåller säkerhet vid tillhandahållande av värdepappersfinansiering.

Det finns för närvarande inga sådana standarder som gäller för alla marknadsaktörer i EU. Esmas riktlinjer om börshandlade fonder och andra frågor som rör fondföretag innehåller dock sådana standarder för fondföretag. Mer specifikt bör fondföretag ha en tydlig policy för värderingsavdrag för varje tillgångsklass som det erhåller som säkerhet, med beaktande av tillgångars egenskaper, såsom kreditvärdighet, volatilitet och resultat från regelbundna stresstester.

Rekommendationer om miniminivåer för numeriska golv för värderingsavdrag

De numeriska golven för värderingsavdrag är avsedda för hantering av uppbyggnaden av systemöverskridande lånefinansierade placeringar utanför banksektorn. Tillämpningsområdet

för rekommendationen om numeriska golv för värderingsavdrag är snävare (dvs. transaktioner för värdepappersfinansiering vars clearing inte sker centralt, genom vilka finansiering mot säkerhet annan än statspapper tillhandahålls enheter utanför banksektorn) än för rekommendationen om metoden för beräkning av värderingsavdrag. Rekommendationerna om golv för värderingsavdrag kompletterar Basel III-regelverket och gäller för transaktioner för värdepappersfinansiering som sker mellan banksektorn och enheter utanför densamma samt mellan enheter som båda står utanför banksektorn. Värdepappersfinansiering som erhålls av banker och värdepappersföretag som är föremål för adekvat reglering av kapital och likviditet på sammanställd basis (transaktioner för värdepappersfinansiering mellan banker) inbegrips ej i tillämpningsområdet för numeriska golv för värderingsavdrag, eftersom FSB anser att tillämpning av golv för värderingsavdrag på dessa transaktioner skulle kunna utgöra en upprepning av befintliga krav. I FSB:s rekommendationer föreskrivs att numeriska golv för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering som sker mellan banksektorn och enheter utanför densamma först bör integreras i Basel III-regelverket. Myndigheterna bör sedan införa regelverket genom att kräva att marknadsaktörerna genomför transaktioner över golven för värderingsavdrag. Regelverket skulle kunna införas antingen genom enhetsbaserade förordningar (dvs. på grundval av Basel III-regelverket), eller genom marknadsreglering, vilket skulle omfatta en bredare uppsättning av enheter som potentiellt tillhandahåller värdepappersfinansiering till enheter utanför banksektorn, eller genom en kombination av dessa metoder.

För närvarande finns det, inom ramen för tillämpningsområdet för FSB:s rekommendation, inga lagkrav på EU-nivå vad gäller numeriska golv för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering som sker mellan banksektorn och enheter utanför densamma, eller mellan enheter som båda står utanför banksektorn.

Vägen framåt avseende rekommendationer om värderingsavdrag

Det finns ett antal viktiga aspekter vid övervägande av potentiella rättsliga åtgärder angående värderingsavdrag.

För det första, även om värderingsavdrag kan bidra till att begränsa lånefinansierade placeringar är deras effekter på procyklikalitet inte helt tydliga (såsom beskrivs i 3.1) och kan bero på hur de genomförs (t.ex. statiska jämfört med dynamiska golv för värderingsavdrag). Ett beslut om potentiella kvalitativa eller kvantitativa regler för värderingsavdrag skulle gynnas av en bättre förståelse av det ömsesidiga förhållandet mellan värderingsavdrag och procyklikalitet. För det andra tyder diskussioner mellan Esma och marknadsaktörer, såväl som uppgifter som framkommit i det sammanhanget, på att värderingsavdrag som faktiskt tillämpas av marknadsaktörer tenderar att vara högre eller på den nivå för golven för värderingsavdrag som rekommenderas av FSB, också i den nuvarande relativt gynnsamma marknadsmiljön. Det är därför inte tydligt i vilken utsträckning genomförande av FSB:s rekommendationer skulle påverka marknaden i praktiken. För det tredje utgör de transaktioner för värdepappersfinansiering som omfattas av FSB:s rekommendation om numeriska golv för

värderingsavdrag en begränsad del av den sammanlagda marknaden²⁸, och det skulle kunna vara lämpligt att på nytt utvärdera tillämpningsområdet för möjliga åtgärder på grundval av fullständiga uppgifter. För det fjärde är integreringen av numeriska golv för värderingsavdrag för transaktioner för värdepappersfinansiering som sker mellan banksektorn och enheter utanför densamma i Basel III-regelverket, som ursprungligen rekommenderades av FSB till slutet av 2015 som en förutsättning för myndigheters införande av golv för värderingsavdrag, fortfarande försenad. Slutligen befinner sig också andra viktiga jurisdiktioner (t.ex. Förenta staterna och Japan) i de tidiga etapperna av sina utvärderingar och har ännu inte fattat något beslut om golv för värderingsavdrag.

Den tidigare nämnda Esma-rapporten stödjer detta resonemang och ger ytterligare information om flera av punkterna ovan, i synnerhet i samband med numeriska golv för värderingsavdrag²⁹. Sammanfattningsvis förefaller det fördelaktigt att utvärdera ett potentiellt införande av kvalitativa standarder och numeriska golv för värderingsavdrag på grundval av mer noggranna uppgifter om transaktioner för värdepappersfinansiering som kommer att bli tillgängliga när de omfattande rapporteringskraven i SFT-förordningen träder i kraft (enligt nuvarande planering från och med 2019).

5. ÖVERGRIPANDE SLUTSATSER

FSB:s rekommendationer om transaktioner för värdepappersfinansiering har i stor utsträckning beaktats i EU genom antagandet av SFT-förordningen och särskilda bestämmelser i lagstiftning och riktlinjer för sektoriella finansiella tjänster. Därmed verkar det i detta skede inte finnas något behov av ytterligare lagstiftningsåtgärder.

Vad gäller sektorsöverskridande kvalitativa standarder för beräkning av värderingsavdrag och införandet av numeriska golv för värderingsavdrag bör en utvärdering av behovet av och tillämpningsområdet för en potentiell lagstiftningsåtgärd inom detta område baseras på fullständiga och utförliga uppgifter om marknader för transaktioner för värdepappersfinansiering, vilka kommer att bli tillgängliga när rapporteringskraven i SFT-förordningen träder i kraft. Vidare stärker nuvarande marknadsdynamik (såsom beskrivs i avsnitt 3) behovet av en viss grad av aktsamhet och robusta bevis vid övervägande av lagstiftningsåtgärder som innebär kvantitativa krav. Framsteg på internationell nivå är jämförbara med de i EU (dvs. i en tidig utvärderingsfas) och ingen annan region har i detta skede fattat något beslut om lagstiftningsåtgärder för golv för värderingsavdrag. Om så skulle visa sig lämpligt bör införandet av numeriska golv för värderingsavdrag helst ske på ett globalt samordnat sätt, för att undvika åsidosättande av lika villkor eller sätta marknadsaktörer i den jurisdiktion som först inför golven i en konkurrensmässigt missgynnad position.

²⁸ Uppskattningar sträcker sig från 8 % till 35 % av EU:s repomarknad och upp till 25 % av EU:s marknad för utlåning av värdepapper, enligt Esma (2016). Dessa är övre gränser, givet att siffrorna inbegriper transaktioner mellan banker.

²⁹ I ett yttrande från Europeiska systemrisknämnden (ESRB) som bidrag till Esma-rapporten presenteras en mer försiktig åsikt. Här rekommenderas ett införande av FSB-ramverket om numeriska golv för värderingsavdrag innan ytterligare uppgifter blir tillgängliga. Det tillstår emellertid att det föreligger en allmän brist på uppgifter och att ytterligare empirisk och konceptuell analys krävs.

Kommissionen kommer att fortsätta att noggrant övervaka utvecklingen på marknaderna för transaktioner för värdepappersfinansiering och det internationella lagstiftningsområdet. Kommissionen kommer på nytt att utvärdera mervärdet av kvalitativa standarder och golv för värderingsavdrag på grundval av en rapport som ska utarbetas av Esma när fullständiga uppgifter om transaktioner för värdepappersfinansiering blir tillgängliga.