



FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ

THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

# FJÁRMÁL

## Vefrit Fjármálaeftirlitsins

### Efni:

**Verðskrár viðskiptabankanna og áhrif þeirra á verðvitund neytenda**

Práinn Halldór Halldórsson, sérfræðingur á eftirlitssviði

**EMIR og miðlæg stöðustofnun OTC-afleiðna**

Hörður Tulinius, sérfræðingur á vettvangs- og verðbréfaeftirlitssviði

# VERÐSKRÁR

## VIÐSKIPTABANKANNA OG

### ÁHRIF ÞEIRRA Á VERÐVITUND

#### NEYTENDA



Práinn Halldór Halldórsson,  
sérfræðingur á eftirlitssviði

Áhrif upplýsinga á ákvarðanatöku markaðsaðila eru ótvíræð. Bæði fyrirtæki og neytendur reiða sig á upplýsingar í ákvarðanatöku í hinu daglega lífi, hvort sem um er að ræða rekstur fyrirtækis, akstur heim úr vinnu, kaup á matvörum eða fjárfestingu í fasteign. Þrátt fyrir að ógrynni upplýsinga séu til staðar á flestum mörkuðum standa neytendur sig oft að því að taka óupplýstar ákvarðanir. Áreiðanleiki upplýsinganna, kostnaður upplýsingaöflunar, þekking og menntun neytenda ásamt getu neytenda til þess að muna, vinna úr og endurheimta upplýsingar eru allt atriði sem hafa áhrif á ákvarðanatöku.

Á flestum mörkuðum er einhvers konar upplýsingaójafnvægi til staðar og er íslenski fjármálamarkaðurinn engin undantekning. Erfitt er fyrir neytendur að átta sig á upplýsingum um fjármálaþjónustu þar sem þjónustan er um margt sérhæfð og flókin. Óljós og ógagnsæ framsetning á verðupplýsingum eykur upplýsingavanda neytenda og gerir þeim erfiðara fyrir að taka upplýstar ákvarðanir.

Töluvert hefur verið fjallað um verðskrár þriggja stærstu viðskiptabankanna á íslenska fjármálamarkaðnum undanfarin misseri. Neytendasamtökin fjölluðu meðal annars um þjónustugjöld bankanna í könnun sinni þann 31. janúar 2015<sup>1</sup> ásamt því að þetta viðfangsefni

	Verðskrár	Vaxtatöflur	Lengd
Arion banki <sup>3</sup>	3 stk.	2 stk.	17 bls.
Íslandsbanki <sup>4</sup>	3 stk.	1 stk.	15 bls.
Landsbankinn <sup>5</sup>	2 stk.	1 stk.	13 bls.
<b>Samtals</b>	<b>8 stk.</b>	<b>4 stk.</b>	<b>45 bls.</b>

Tafla 1 Verðskrá þriggja stærstu íslensku viðskiptabankanna<sup>6</sup>

hefur verið til umfjöllunar í fjölmiðlum um nokkurt skeið.<sup>2</sup>

Hér verða skoðaðar verðskrár og vaxtatöflur þriggja stærstu viðskiptabankanna á Íslandi og fjallað um áhrif takmarkaðra verðupplýsinga á hag neytenda og verðmyndun á markaði. Einnig verða rakin möguleg úrræði til þess að bæta hag neytenda við þessar aðstæður.

Í töflunni hér að ofan sést að verðskrár og vaxtatöflur þriggja stærstu viðskiptabankanna á íslenskum fjármálamarkaði eru samanlagt 12 talsins og um 45 bls. að lengd ásamt því að telja yfir fleiri hundruð liði. Á heimasíðum bankanna koma fram gildisdagsetningar fyrir upplýsingarnar en ekki er hægt að nálgast fyrri útgáfur til þess að gera samanburð. Miðlun verðupplýsinga frá fjármálastofnunum er að sjálfsögðu margvísleg, til dæmis geta viðskiptavinir fengið upplýsingar í gegnum útibú, þjónustuborð, auglýsingar eða aðrar tilkynningar. Verðskrár og vaxtatöflur með flóknu

orðalagi, sem telja fleiri hundruð liða á fleiri tugum blaðsíðna eru þó líklegar til að teljast ógagnsæjar og óljósar og stuðla þannig að auknu flækjustigi þegar kemur að miðlun verðupplýsinga. Neytendur þurfa því að leggja í umtalsverða leit ásamt því að hafa lágmarksþekkingu á viðfangsefninu til að finna þær upplýsingar sem þá vantar.

#### Áhrif upplýsinga á verðvitund neytenda

Ýmsar fræðilegar og empirískar rannsóknir hafa verið gerðar á verðmyndun á samkeppnis-, fákeppnis- og einokunarmörkuðum. Meðal annars hafa hagfræðingarnir Dennis Carlton og Jeffrey Perloff fjallað um líkan um túristagildru til að útskýra áhrif takmarkaðra upplýsinga á verðmyndun á markaði. Líkanið fjallar um það hvernig fyrirtæki auka markaðsstyrk sinn ef neytendur búa yfir takmörkuðum upplýsingum. Takmarkaðar upplýsingar geta þannig leitt til einokunar- eða fákeppnisverðs í stað eðlilegs samkeppnisverðs.<sup>7</sup>

1 Neytendasamtökin, 2015a

2 RÚV fjallaði þann 8.12.2013 um nýtt gjald sem banki hafði tekið upp í almennri verðskrá eftir gildistöku nýrra neytendalánalaga. Morgunblaðið og Visir fjölluðu um skýrslu Neytendasamtakanna um þjónustugjöld bankanna í upphafi febrúar 2015.

3 Arion banki birtir þrjár mismunandi verðskrár fyrir þjónustu sína ásamt því að birta sérstaka verðskrá fyrir hraðþjónustu bankans á heimasíðu sinni. Einnig birtir bankinn vaxtatöflu á heimasíðu sinni ásamt því að birta sérstaka vaxtatöflu fyrir viðskiptavinum SPRON. Samtals eru þetta 17 bls.

4 Íslandsbanki birtir þrjár verðskrár fyrir þjónustu sína ásamt því að birta sérstaka gjaldskrá fyrir lögræðinnheimtu. Einnig birtir bankinn vaxtatöflu á heimasíðu sinni. Samtals eru þetta 15 bls.

5 Landsbankinn birtir verðskrár fyrir þjónustu sína á heimasíðu sinni sem skiptist jafnframt í 16 liði og enn fleiri undirliði ásamt því að birta sérstaka verðskrár fyrir þjónustu Western Union. Einnig birtir bankinn vaxtatöflu á heimasíðu sinni. Samtals eru þetta 13 bls.

6 Þessi þrjú fjármálaþjónustufyrirtæki eru valin þar sem þau hafa langmesta markaðshlutdeild einstaklinga og fyrirtækja á íslenskum fjármálamarkaði.

7 Carlton, D. W. og Perloff, J. M., 1999, bls. 431

Tökum sem dæmi margar verslanir á sama stað sem selja sams konar vöru. Ef ein verslun hækkar verð sitt og allir viðskiptavinir á markaðnum hafa upplýsingar um markaðsverð þá munu þeir einfaldlega hætta að versla við verslunina því hún verðleggur vöruna mun hærra en aðrar verslanir. Vegna upplýsinga sem viðskiptavinirnir hafa þá hefur þessi eina verslun engan markaðsstyrk. Ef hins vegar viðskiptavinir hafa ekki allar verðupplýsingar getur verslun hækkað verð sitt við vissar aðstæður án þess að tapa viðskiptavinum og hagnast þannig meira á sölu sinni. Verslanir hafa sömuleiðis lítinn sem engan hvata til þess að undirbjóða aðrar verslanir á markaðnum því viðskiptavinir keppinautanna hafa litlar sem engar upplýsingar um lægra vöruverð annarra verslana. Í þessu dæmi hefur verslunin markaðsstyrk því viðskiptavinirnir hafa takmarkaðar upplýsingar.<sup>8</sup>

Samspil upplýsingakostnaðar<sup>9</sup> og álagningar fyrirtækja skiptir höfuðmáli. Það borgar sig ekki fyrir neytendur að leita að ódýrari vöru eða þjónustu ef álagningin<sup>10</sup> er lægri en upplýsingakostnaðurinn. Það borgar sig því fyrir fyrirtæki að auka álagningu sína svo lengi sem hún er lægri en upplýsingakostnaður neytenda. Þannig hafa fyrirtæki hvata til þess að auka upplýsingakostnað neytenda til þess að veita sér meira svigrúm til þess að hækka álagningu. Við þessar aðstæður er markaðsbrestur til staðar þar sem neytendur hafa ófullkomnar upplýsingar.

Auðvelt er að yfirfæra umfjöllunina hér að ofan yfir á aðstæður á íslenskum fjármálamarkaði, til dæmis ef viðskiptavinir vilja taka pening út úr hraðbanka, skipta gjaldeyri, senda pening erlendis, nýta sér einhvers konar greiðsluþjónustu, kaupa verðbréf eða fjárfesta í íbúð eða bifreið. Í öllum þessum tilfellum er upplýsingakostnaður hár vegna eðlis flókinnar fjármálaþjónustu, ógagnsærra og flókinnar gjaldskráa stóru bankanna og reynsluleysis neytenda af nýtilkomnum afgreiðslugjöldum á íslenskum fjármálamarkaði.

### Hvað er til ráða?

Með bættri upplýsingagjöf ætti hagur neytenda að vænkast. Fjölgi upplýstum neytendum á markaði er ólíklegri að fyrirtæki komist upp með að hækka álagningu sína umfram markaðsjafnvægi. Hins vegar skiptir höfuðmáli að ábati þess að veita upplýsingarnar sé meiri en kostnaðurinn við að veita þær. Þar sem fyrirtæki þurfa að leggja í umtalsverða vinnu og kostnað við að breyta verðupplýsingum og kynna þær fyrir viðskiptavinum þá er ólíklegt að ábatinn sé meiri en kostnaðurinn fyrir fyrirtækið, sérstaklega ef hærra upplýsingakostnaður á markaði myndar hvata til þess að hækka álagningu.

Vegna þessa ójafnvægis er nauðsynlegt að til staðar séu viðmið um upplýsingagjöf til neytenda, til dæmis leiðbeinandi tilmæli, lög, reglugerðir, reglur, staðlar og fleira sem tryggja að

neytendum séu veittar fullnægjandi upplýsingar.<sup>11</sup> Aukin þekking neytenda á fjármálum gæti einnig auðveldað þeim að átta sig á þeim upplýsingum sem um ræðir, til dæmis með eigin rannsóknum, upplýsingafundum markaðsaðila og bættu fjármálalæsi.

Hins vegar er ekki nóg að minnka einungis upplýsingakostnað. Á meðan því fylgir kostnaður að afla sér upplýsinga verður svigrúm til aukinnar álagningar. Rannsóknir á matvörumarkaði hafa bent til þess að ef neytendum er gert auðveldara að bera saman upplýsingar á milli verslana þá er líklegt að það leiði til lægra markaðsverðs.<sup>12</sup> Hugsanlegt er að samanburðarhæfar verðupplýsingar, til dæmis gagnsæjar og skýrar gjaldskrár fjármálaþjónustakjara, gætu leitt til aukins ábata fyrir neytendur og lækkað markaðsverð. Markaðsaðilar og hagsmunasamtök, til dæmis Neytendasamtökin, geta gert neytendum auðveldara að bera saman verðupplýsingar á íslenskum fjármálamarkaði með leiðbeiningum og öðrum úrræðum. Einnig geta eftirlitsstofnanir eins og Fjármálaeftirlitið og Neytendastofa stuðlað að bættum markaðsaðstæðum með útgáfu reglna og leiðbeinandi tilmæla, veitingu leiðbeininga og móttöku ábendinga frá neytendum varðandi starfshætti eftirlitskyldra aðila ásamt öðrum úrræðum.

Fjármálaeftirlitið hefur sett reglur um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti

<sup>8</sup> Carlton, D. W. og Perloff, J. M., 1999, bls. 431

<sup>9</sup> Með upplýsingakostnaði er átt við kostnað við upplýsingaleit og túlkun á upplýsingum áður en ákvörðun um fjárfestingu er tekin.

<sup>10</sup> Í raun er nægilegt að umframálagning fyrirtækis, það er álagning fyrirtækis umfram álagningu samkeppnisaðila, sé lægri en upplýsingakostnaðurinn. Fyrirtæki byggja álagningu sína á mismunandi atriðum, til dæmis framlegð vöru, rekstrarkostnaði, markaðsstöðu fyrirtækis eða álagningu samkeppnisaðila.

<sup>11</sup> Ýmis lög, reglugerðir og reglur eru í gildi á Íslandi sem eiga að stuðla að því að tryggja hag neytenda á fjármálamarkaði, meðal annars reglur um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti fjármálaþjónustakjara nr. 670/2013, reglur um fjárfestavæðing og viðskiptahætti fjármálaþjónustakjara nr. 995/2007, lög um neytendalán nr. 33/2013 og lög um verðbréfiðskipti nr. 108/2007.

Einnig hafa alþjóðlegu staðlasamtökin International Organization for Standardization (ISO) sett leiðbeinandi staðal ISO 22222:2005, Personal financial planning – Requirements for personal financial planners. Staðallinn setur ákveðnar kröfur á þá aðila sem veita fjármálaráðgjöf. Tækninefnd samtakanna, ISO/TC 68 – Financial Services, hefur einnig sett fjölmarga tæknistaðla sem hafa það markmið að tryggja tæknilega útfærslu á ýmsum atriðum er snúa að fjármálaþjónustu.

<sup>12</sup> Carlton, D. W. og Perloff, J. M., 1999, bls. 442-444

fjármálfyrirtækja nr.670/2013. Reglurnar taka bæði til innri og ytri starfsemi og kveða á um meginreglur, sem almennt teljast til eðlilegra og heilbrigðra viðskiptahátta í starfsemi fjármálfyrirtækja. Markmið þeirra er að stuðla að eðlilegum og heilbrigðum viðskiptaháttum og venjum á fjármálamarkaði ásamt því að auka traust og trúverðugleika á fjármálamarkaði. Í III. kafla reglnanna er kveðið á um viðskiptahætti í ytri starfsemi fjármálfyrirtækja og þar tekið fram að með viðskiptasambandi stofnast trúnaðarskylda fjármálfyrirtækis gagnvart viðskiptamanni. Því skal fjármálfyrirtæki, í samskiptum sínum við viðskiptamenn, meðal annars tryggja að allar viðeigandi upplýsingar um vöru og þjónustu, þar á meðal um allan kostnað, séu veittar á skýran og skiljanlegan hátt áður en viðskipti fara fram og meðan á viðskiptum stendur ásamt því að tryggja að upplýsingarnar séu hvorki misvisandi né blekkjandi.

Þá er í gildi reglugerð nr. 965/2013, um útreikning árlegrar hlutfallstölu kostnaðar, sem sett er á grundvelli laga nr. 33/2013 um neytendalán. Árleg hlutfallstala kostnaðar (ÁHK) er prósentutala þar sem vextir og lántökukostnaður er mældur á ársgrundvelli og settur fram í eina prósentutölu. Þessa prósentutölu geta neytendur nýtt sér til samanburðar við aðra lánamöguleika og þannig fundið hagstæðasta lánstilboðið.<sup>13</sup> Með gildistöku reglugerðarinnar voru einnig nokkrar EES-gerðir er snúa að neytendavernd innleiddar í íslenskan rétt.

Á sviði evrópuréttar, einkum á vegum eftirlitsstofnana Evrópusambandsins (EBA, EIOPA og ESMA), hefur þróunin einnig verið sú að gera ríkari kröfur til

neytendaverndar á fjármálamarkaði, ekki síst hvað varðar miðlun upplýsinga. Má þar sem dæmi nefna hina svonefndu Packaged Retail and Insurance- based Investment Products (PRIIPs) reglugerð sem taka á gildi í Evrópusambandinu 31. desember 2016. Í reglugerðinni er kveðið á um að upplýsingar um fjárfestingakosti skulu settar fram á staðlaðan hátt til að auðvelda samanburð. Mun framsetning upplýsinganna byggja á lykilupplýsingaskjöllum (e. key information documents) sem gefin verða út samhliða gildistöku reglugerðarinnar. Þess má geta að Fjármálaeftirlitið hefur nú þegar gefið út leiðbeinandi tilmæli um lykilupplýsingar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða nr.3/2015. Tilmælin skulu tryggja að rekstrarfélög verðbréfasjóða gefi út „lykilupplýsingar til fjárfesta á ákveðnu formi (e. key investor information document (KIID)) en í lykilupplýsingum skal draga fram meginatriði útboðslýsingar um viðkomandi verðbréfa- eða fjárfestingarsjóð.“<sup>14</sup>

Ljóst er að samspil þessara tveggja þátta, það er samanburðarhæfra upplýsinga og lækkunar upplýsinga-kostnaðar, skiptir höfuðmáli þegar kemur að bættum hag neytenda á fjármálamarkaði. Ýmislegt hefur verið gert til að bæta úr þessum þáttum en samt sem áður má færa rök fyrir því að svigrúm til úrbóta sé til staðar.

### Niðurlag

Eðlilegt er að fyrirtæki verðleggi þjónustu sína og skili hluthöfum sínum viðunandi ávöxtun og heilbrigðum rekstri. Hægt er að færa rök fyrir því að söluverð ætti að endurspeglar kostnað vörunnar, að minnsta kosti að einhverju leyti ef markaðsmyndun er með eðlilegum hætti. Jafnframt er

hægt að fara fram á það að fyrirtæki veiti viðskiptavinum sínum fullnægjandi upplýsingar til þess að þeir geti tekið upplýsta ákvörðun um kaup á vöru eða þjónustu þess.

Eðli fjármálamarkaðarins gerir það að verkum að upplýsingakostnaður neytenda er almennt hár og hærri en á mörgum öðrum mörkuðum, til dæmis matvörumarkaði. Það getur verið erfitt fyrir neytendur að átta sig á því um hvaða þjónustu er að ræða hverju sinni og hvert eðlilegt verð fyrir hana er. Ógagnsæ og óljós uppsetning verðskráa og vaxtataflna stóru viðskiptabankanna á íslenskum fjármálamarkaði gerir það að verkum að erfitt er fyrir neytendur að leita að þeim upplýsingum sem þeir þurfa á að halda hverju sinni. Þar sem upplýsingakostnaður er hærri en ella er hægt að færa rök fyrir því að það sé til staðar hvati fyrir fjármálfyrirtæki til að auka álagningu sína, svo lengi sem hún helst undir upplýsingakostnaði neytenda. Með tilkomu þjónustugjalda sem áður voru óþekkt á íslenskum fjármálamarkaði er líklegt að þetta vandamál hafi aukist.

Neytendur hafa kvartað vegna aðstæðna á fjármálamarkaði. Í ársskýrslu Leiðbeininga- og kvörtunarþjónustu Neytendasamtakanna fyrir árið 2014 kemur fram að erindi vegna fjármálfyrirtækja hafi verið umsvifamest í þeim málum sem snúa að kaupum á þjónustu<sup>15</sup> ásamt því að næstflesta mál úrskurðarnefnda komu fyrir nefnd um viðskipti við fjármálfyrirtæki<sup>16</sup>. Einnig má nefna að samkvæmt niðurstöðum samanburðarrannsóknar á fjármálalæsi Íslendinga sem gerð var árið 2011 hefur fjármálalæsi þjóðarinnar farið hrakandi frá árinu 2008<sup>17</sup> en lágt stig fjármálalæsis er líklegt til þess að ýta

13 Neytendastofa, e.d.

14 Leiðbeinandi tilmæli um lykilupplýsingar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða nr.3/2015, bls.1

15 Neytendasamtökin, 2015, bls.9

16 Neytendasamtökin, 2015, bls.14

17 Stofnun um fjármálalæsi, e.d.

undir erfiðleika neytenda við túlkun og úrvinnslu á fjármálaupplýsingum.

Ljóst er að umtalsvert hallar á viðskiptavinum fjármálfyrirtækja í þessum málum og þörf er á enn frekari

aðgerðum sem snúa bæði að lækkun upplýsingakostnaðar og birtingu á samanburðarhæfum verðupplýsingum. Ábyrgð þess að bæta hag neytenda á íslenskum fjármálamarkaði liggur á herðum allra markaðsaðila, það er

fjármálfyrirtækja, hagsmunasamtaka, eftirlitsstofnana og annarra stofnana og síðast en ekki síst á herðum neytendanna sjálfra.

## Heimildir

Árleg hlutfallstala kostnaðar – ÁHK. (e.d.). *Neytendastofa*. Sótt 5.ágúst 2015 af <http://www.neytendastofa.is/fyrirtaeki/neytendalan/arleg-hlutfallstala-kostnadar-ahk/>

Bankarnir taka meira í sinn vasa. (2015). *Morgunblaðið*. Sótt 10.júní 2015 af [http://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2015/02/06/bankarnir\\_taka\\_meira\\_i\\_sinn\\_vasa/](http://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2015/02/06/bankarnir_taka_meira_i_sinn_vasa/)

Carlton, D. W. og Perloff, J. M. (1999). *Modern Industrial Organization*. U.S: Addison Wesley.

Flóknar verðskrár gera neytendum erfitt að bera saman kjör bankanna. (2015). *Vísir*. Sótt 10.júní 2015 af <http://www.visir.is/flokna-verdskrar-gera-neytendum-erfitt-ad-bera-saman-kjor-bankanna/article/2015150219455>

Neytendasamtökin. (2015). *Ársskýrsla Leiðbeininga- og kvörtunarþjónustunnar 2014*. Sótt 10.júní 2015 af [https://www.ns.is/sites/default/files/pdfskjol/arsskyrsla\\_2014.pdf](https://www.ns.is/sites/default/files/pdfskjol/arsskyrsla_2014.pdf)

Neytendasamtökin. (2015a). *Könnun á þjónustugjöldum banka: Gjöld, gjöld, gjöld*. Sótt 10.júní 2015 af [https://www.ns.is/sites/default/files/gogn/gjold\\_gjold.pdf](https://www.ns.is/sites/default/files/gogn/gjold_gjold.pdf)

Nýtt gjald lagt á neytendur. (2013). *RÚV*. Sótt 10.júní 2015 af <http://www.ruv.is/frett/nytt-gjald-lagt-a-neytendur>

Rannsókn á fjármálalæsi Íslendinga 2011. (e.d.). *Stofnun um fjármálalæsi*. Sótt 10.júní 2015 af <http://www.fe.is/rannsoknir/>

Standards catalogue. (e.d.) ISO/TC 68 – *Financial Services*. Sótt 7.ágúst 2015 af [http://www.iso.org/iso/home/store/catalogue\\_tc/catalogue\\_tc\\_browse.htm?commid=49650&published=on&inclu\\_desc=true](http://www.iso.org/iso/home/store/catalogue_tc/catalogue_tc_browse.htm?commid=49650&published=on&inclu_desc=true)

Vaxtatafla. (2015). *Íslandsbanki*. Sótt 23.júní 2015 af <https://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/utibu-og-thjonusta/vaxtatafla/>

Verðskrá. (2015). *Arion banki*. Sótt 23.júní 2015 af <https://www.arionbanki.is/bankinn/almennar-upplýsingar/verdskra/>

Verðskrá. (2015a). *Íslandsbanki*. Sótt 23.júní 2015 af <https://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/utibu-og-thjonusta/verdskra/>

Verðskrá. (2015b). *Landsbankinn*. Sótt 23.júní 2015 af <http://www.landsbankinn.is/verdskra>

Vextir. (2015). *Arion banki*. Sótt 23.júní 2015 af <https://www.arionbanki.is/bankinn/almennar-upplýsingar/vextir/>

Vextir. (2015a). *Landsbankinn*. Sótt 23.júní 2015 af <http://www.landsbankinn.is/vextir>

## Leiðbeinandi tilmæli, lög, reglugerðir, reglur og staðlar

ISO 2222:2005

Leiðbeinandi tilmæli um lykilupplýsingar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða nr.3/2015

Lög um neytendalán nr.33/2013.

Lög um verðbréfavíðskipti nr.108/2007. Regulation no. 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) Reglugerð um útreikning árlegrar hlutfallstölu kostnaðar nr.965/2013.

Reglur um eðlilega og heilbrigða viðskiptahætti nr.670/2013.

Reglur um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálfyrirtækja nr.995/2007.

# EMIR OG MIÐLÆG STÖÐUSTOFNUN OTC-AFLEIÐNA



Hörður Tulinius,  
sérfræðingur á vettvangs- og  
verðbréfaeftirlitssviði

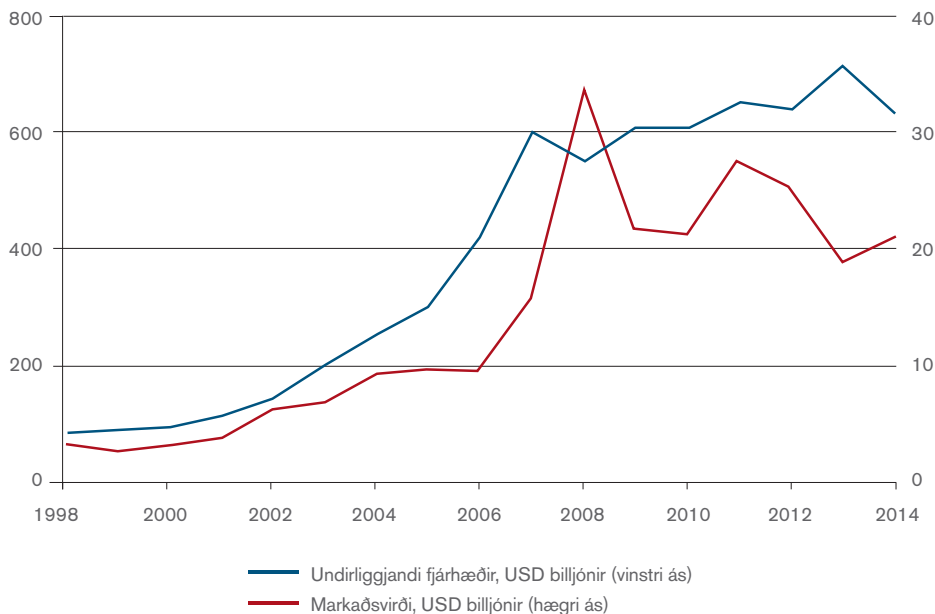
## Inngangur

„Afleiddur eru gereyðingarvopn  
fjármálakerfísins.“ - Warren Buffett  
(2002)

Þó svo að alþjóða fjármálakreppan sem  
skall á heimsbyggðina árið 2008 eigi  
sér margar og djúpri rætur hafa óskráðar  
afleiður fengið mestu skammirnar  
fyrir það hversu djúp kreppan varð.  
Óskráðar afleiður (e. Over-the-Counter  
derivatives, hér eftir kallaðar OTC-  
afleiður eða OTC-afleiðusamningar)  
eru þeir afleiðusamningar sem  
ekki eru í viðskiptum á skipulegum  
verðbréfamarkaði og fara því viðskipti  
með slíka samninga fram utan þeirra  
eða „yfir búðarborðið“ eins og enska  
heitið gefur til kynna.

Skráðar afleiður (e. exchange  
traded derivatives) eru staðlaðir  
afleiðusamningar – framvirkir samningar,  
framtiðarsamningar, skiptasamningar,  
valréttir eða aðrir afleiðusamningar –  
og oftast með stuttan líftíma eða allt  
frá einum degi upp í nokkra mánuði.  
Samningsákvæði eru óumsemjanleg,  
seljanleiki er mikill og dregið er stórlega  
úr mótaðilaáhættu með miðlægum  
mótaðila. OTC-afleiður geta verið  
hvort tveggja staðlaðir eða óstaðlaðir  
samningar sem hafa lengri líftíma sem  
spannar oftast fjölda ára. Óstöðluðu  
samningarnir gefa mikið frelsi til að  
sérnsíða þá að þörfum aðila, seljanleiki  
er lítil sem enginn og öll áhætta er  
gagnkvæm milli aðila samningsins.

Heimsmarkaður með afleiður er mjög  
umfangsmikill. Um mitt ár 2008 voru



Mynd 1 - Þróun OTC-afleiðumarkaðar á heimsvísu frá 1998-2014 (Heimild: Bank for International Settlement)

undirliggjandi fjárhæðir (e. notional  
amounts) á afleiðumarkaði u.þ.b. 765  
billjónir<sup>1</sup> bandaríkjadala og þar af  
var OTC markaðurinn 684 billjónir<sup>2</sup>  
bandaríkjadala. Hagfellt regluverk auk  
framfara í tækni og fjármálaverkfræði<sup>3</sup>  
varð til þess að undirliggjandi fjárhæðir  
OTC-afleiðna rúmlega sexfölduðust  
á tíu ára tímabili frá 1998 til 2007 og  
markaðsvirði þeirra nifaldaðist á sama  
tíma. Alþjóðlega fjármálakreppan  
olli nokkrum samdrætti á þessum  
markaði en undirliggjandi fjárhæðir  
náðu aftur nýjum hæðum og voru 711  
billjónir bandaríkjadala í lok árs 2013  
þó markaðsvirðið hafi verið umtalsvert  
læggra en áður (sjá mynd 1).

Áhættuþættir tengdir OTC-afleiðum eru  
fjöldmargir. Mótaðilaáhætta<sup>4</sup> spilar þar

stórt hlutverk en samtenging aðila á  
markaði getur leitt af sér keðjuverkandi  
áhrif þegar einn aðili stendur ekki við  
skuldbindingar sínar. Slíkt eykur á óvissu  
við erfiðar markaðsaðstæður og getur  
ógnað fjármálastöðugleika.

Í nóvember 2008 fundaði G20 hópurinn  
(20 helstu iðnríki heims) í Washington  
og var alþjóðlega fjármálakreppan  
helsta umræðuefnið. Í yfirlýsingu  
fundarins voru „flóknir og ógagnsæir  
fjármálagerningar“ sagðir vera ein af  
rótum vandans og voru „endurbætur  
á innviðum OTC-markaða“ eitt af  
verkefnum sem sett voru í forgang<sup>5</sup>.  
Innan árs gáfu G20 ríkin út aðra  
yfirlýsingu þar sem mörkuð var sú stefna  
að allar staðlaðar (e. standardized)  
OTC-afleiður yrðu stöðustofnaðar (e.

1 1 billjón = 1000 milljarðar

2 Bank for International Settlement. Statistical Annex – The International Banking Market, júní 2008, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa0806.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0806.pdf), sótt 9. júní 2015.

3 Gregory, Jon. 2014. Central Counterparties – Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives. Wiley Finance Series, bls. 17.

4 Mótaðilaáhætta stafar af því að aðilar að tvíhliða samningi geti mögulega ekki staðið við skilmála hans.

5 Declaration: Summit on Financial Markets and The World Economy, (November 15, 2008) [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington\\_Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Washington_Declaration_0.pdf), sótt 21. maí 2015.

cleared) hjá miðlægum mótaðila fyrir árslok 2012. OTC-afleiðusamninga ætti að tilkynna til afleiðuviðskiptaskrár og að kröfur um hærra tryggingar yrðu gerðar til OTC-afleiðusamninga sem ekki væru stöðustofnaðir miðlægt.<sup>6</sup>

Slíkar umbætur hafa nú verið innleiddar m.a. í Bandaríkjunum með Dodd-Frank löggjöfinni frá 2010 og í Evrópu með EMIR reglugerðinni 2012.

Í þessari grein verður fjallað um EMIR reglugerðina og því lýst hvernig ákvæðum hennar er ætlað að draga úr bæði mótaðila- og kerfisáhættu sem stafar af OTC-afleiðum. Að lokum verður fjallað litillega um áhrif hennar á íslenska markaði.

### EMIR reglugerðin

Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) nr. 648/2012 frá 4. júlí 2012 um OTC-afleiður, miðlæga mótaðila og afleiðuviðskiptaskrár (hér eftir kölluð „EMIR“<sup>7</sup> eða „EMIR reglugerðin“) verður að öllum líkindum innleidd í íslensk lög innan tíðar í gegnum EES-samninginn. Henni er ætlað að henda reiður á OTC-afleiðumarkaðinum og þeirri kerfisáhættu sem stafað getur af honum.

Samkvæmt EMIR skulu aðilar (fjármálafyrirtæki og aðrir aðilar á OTC-afleiðumarkaði sem uppfylla ákveðin skilyrði) innan Evrópska efnahagssvæðisins (EES) og aðilar utan þess sem eiga í OTC-afleiðuviðskiptum við mótaðila innan EES: (1) tilkynna afleiðusamninga sína til afleiðuviðskiptaskrár, (2) stöðustofna alla OTC-afleiðusamninga sem falla undir stöðustofnunarskylduna og (3)

uppfylla strangari kröfur um eigið fé og áhættustýringu, eigi þeir viðskipti með OTC-afleiðusamninga sem ekki eru stöðustofnaðir miðlægt.

### Afleiðuviðskiptaskrá

Tilkynningar og skýrslugjöf til afleiðuviðskiptaskrár samkvæmt 9. gr. EMIR eru liður í því að auka gagnsæið á OTC-afleiðumarkaði. *Afleiðuviðskiptaskrá* (e. trade repository) er samkvæmt 2. gr. EMIR „lögaðili sem safnar miðlægt saman og viðheldur gögnum um afleiður“. Með öðrum orðum þýðir þetta að öll viðskipti með OTC-afleiður ber að tilkynna til hennar. Þær upplýsingar sem þessar tilkynningar innihalda eru mjög ítarlegar og tilgreina öll smáatriði hvers og eins samnings.

Gagnaflæðið til þessara afleiðuviðskiptaskráa er gríðarlega mikið. Frá upphafi skýrsluskila í febrúar 2014 hafa um 10 milljarðar tilkynninga borist afleiðuviðskiptaskrár frá tæplega 5 þúsund aðilum, samkvæmt ársskýrslu ESMA<sup>8</sup> (European Securities and Markets Authority - Evrópsku eftirlitsstofnunarinnar á verðbréfamarkaði). Í janúar 2015 voru vikulegar tilkynningar að meðaltali um 300 milljónir.

### Stöðustofnunarskyldan

Samkvæmt 3. tl. 2. gr. EMIR er stöðustofnun (e. clearing) „ferlið við að stofna stöður, þ.m.t. útreikningur á hreinni skuldbindingu, og við að tryggja að fjármálagerningar, reiðufé, eða hvort tveggja, sé til staðar til að tryggja áhættuskuldbindingar sem leiða af þeim stöðum“. 4. gr. EMIR kveður á

um *stöðustofnunarskylduna* (e. clearing obligation) en hún nær til eftirfarandi aðila á OTC-afleiðumarkaði:

- Fjárhagslegur mótaðili (FM) samkvæmt 8. tl. 2. gr. EMIR: fjárfestingarfyrirtæki (e. investment firm – s.s. verðbréfafyrirtæki), lánastofnun, váttryggingafélag, tryggingafélag, endurtryggingafélag, verðbréfasjóður, rekstrarfélag verðbréfasjóða, stofnun um starfstengdan lífeyri og fagfjárfestastjóður.
- Ófjárhagslegur mótaðili (ÓFM) samkvæmt 9. tl. 2. gr. EMIR: aðili með staðfestu innan EES sem fellur ekki undir þær skilgreiningar sem taldar eru upp hér að framan.

Ófjárhagslegum mótaðilum eru skipt í tvo hópa: mótaðilar með stöður í OTC-afleiðusamningum, sem ekki eru til varnar<sup>9</sup> og nema samtals hærri undirliggjandi fjárhæð en fjárhæðarmörkin sem getið er um í 10. gr. EMIR (ÓFM+), og mótaðilar sem eru með heildarstöðu undir fjárhæðarmörkunum (ÓFM-).

Fjárhæðarmörkin samkvæmt 10. gr. EMIR eru 1 milljarður evra fyrir skulda- og hlutabréaafleiður, 3 milljarðar evra fyrir vaxta- og gjaldmiðlaafleiður, 3 milljarðar evra að heildarvirði fyrir hrávöruafleiður og aðrar afleiður.<sup>10</sup>

Stöðustofnunarskyldan nær því til allra fjármálafyrirtækja sem talin eru upp í 8. tl. 2. gr. EMIR og allra annarra aðila sem eru með heildarstöður í stöðustofnunarskyldum OTC-afleiðum

6 Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009) [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh\\_Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration_0.pdf), sótt 21. maí 2015

7 EMIR er skammstöfun á European Market Infrastructure Regulation.

8 European Securities and Markets Authority, ESMA Annual Report 2014, bls. 4. [http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-934\\_-\\_esma\\_annual\\_report\\_2014\\_.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-934_-_esma_annual_report_2014_.pdf), sótt 16. júní 2015

9 Afleidd reglugerð (ESB) nr. 149/2013 um stöðustofnunarskylduna ásamt öðru, 10. gr. bls. 10. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0011:0024:EN:PDF>

10 Afleidd reglugerð (ESB) nr. 149/2013 um stöðustofnunarskylduna ásamt öðru, 11. gr. bls. 10. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0011:0024:EN:PDF>

sem ekki eru til varnar og eru samtals yfir framangreindum fjárhæðarmörkum.

ESMA ákveður hvaða tegundir afleiðusamninga falla undir stöðustofnarskylduna með tvennum hætti:

*Að frumkvæði miðlægs mótaðila*

– Lögbært yfirvald viðkomandi miðlægs mótaðila veitir honum leyfi til að stöðustofna ákveðinn flokk afleiðna. ESMA útfærir síðan, í samstarfi við lögbær yfirvöld innan Evrópusambandsins, þær reglur sem munu gilda um stöðustofnun flokksins með útgáfu tæknilegra eftirlitsstaðla (e. regulatory technical standards).

Tæknilegu eftirlitsstaðlarnir segja til um hvenær skyldan tekur gildi, hvenær skyldan verður virk, aðlögunartíma og útfærslur á undanþágum. Þessi leið er sú aðferð sem oftast hefur verið beitt og þá fyrir algengustu tegundir afleiðna.

*Að frumkvæði ESMA* – Stofnunin getur upp á sitt eindæmi ákveðið að stöðustofna skuli ákveðna tegund afleiðna, hafi enginn miðlægur mótaðili óskað eftir því. ESMA ráðfærir sig um það við eftirlitsstofnanir innan Evrópusambandsins, og gefur í kjölfarið út tæknilega eftirlitsstaðla sem útfæra skylduna nánar.

ESMA ákveður einnig við hvaða gjaldmiðla stöðustofnarskyldan eigi að miða í upphafi fyrir hverja tegund afleiðna. *Vaxtaskiptasamningar* (e. interest rate swaps) eru lengst komnir í ferlinu hjá ESMA og hefur stofnunin ákveðið að fjórir stærstu gjaldmiðlar heims (e. G4 currencies) verði teknir fyrir fyrst en það eru evra, bandaríkjadalur, sterlingspund og japanskt jen. Í árslok 2014 var hlutfall þessara gjaldmiðla af samtölu undirliggjandi fjárhæða vaxtaskiptasamninga í heiminum

88%. Sömu sögu er að segja um veltu þeirra í vaxtaskiptasamningum en hún er rúmlega 90% af heildinni.<sup>11</sup> Aðrir gjaldmiðlar verða á endanum teknir inn í stöðustofnarskylduna en ESMA forgangsraðar verkefnum eftir umfangi og veltu.

Stöðustofnarskyldan er ekki enn orðin virk innan Evrópu en eins og áður sagði eru vaxtaskiptasamningarnir lengst komnir í ferlinu. Einnig er hafin vinna hjá ESMA við útfærslu á stöðustofnarskyldu á hlutabréfaafleiðum (auk samninga um fjárhagslegan mismun, CFD<sup>12</sup>), skuldatryggingum og gjaldmiðlaafleiðum (aðallega framvirkum samningum án afhendingar, NDF<sup>13</sup>).

**Áhættustýring stöðustofnunar utan miðlægs mótaðila**

11. gr. EMIR kveður á um aðferðir til að draga úr áhættu OTC-afleiðusamninga

	FM	ÓFM+	ÓFM-
Markaðsvirði fært daglega	Já		Nei
Tímanleg staðfesting	T+1X		T+2
Afstemming eignasafna	Daglega, vikulega eða ársfjórðungslega, eftir stærð eignasafns.		Ársfjórðungslega eða árlega, eftir stærð eignasafns.
Sampjöppun eignasafna	Þegar mótaðilar hafa meira en 500 samninga útistandandi milli hvors annars. Annars er alltaf skylda til að hafa til staðar ferla um greiningu og framkvæmd á slíkri aðgerð.		
Lausn ágreinings	Ferlar til staðar og skýrsluskil til lögbærs yfirvalds.	Ferlar til staðar.	
Skipti á tryggingum	Já		Nei
*Undanþágur til staðar fyrir viðskipti innan samstæðu.			

Tafla 1 - Kröfur ESMA til áhættustýringar stöðustofnunar utan miðlægs mótaðila (Heimild: ESMA<sup>14</sup>)

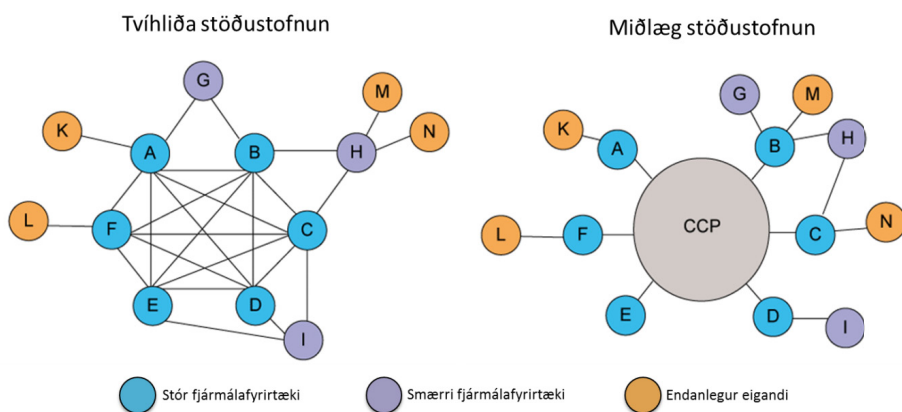
11 Bank for International Settlements. Statistical release – OTC derivatives statistics at end-December 2014, bls. 17. [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1504.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf), Apríl 2015, sótt 4. júní 2015.

12 CFD er skammstöfun á Contract For Difference

13 NDF er skammstöfun á Non-Deliverable Forward

14 ESMA, OTC derivatives and clearing obligation, <http://www.esma.europa.eu/page/OTC-derivatives-and-clearing-obligation>, sótt 6. ágúst 2015





Mynd 2 - Tvíhliða stöðustofnun og miðlæg stöðustofnun (Heimild: Reserve Bank of Australia)<sup>15</sup>

sem ekki eru stöðustofnaðir af miðlægum mótaðila. Hér er um að ræða tímanleg, nákvæm og viðeigandi aðgreind skipti á tryggingum, afstemmingar eignasafna, samþjöppun eignasafna, vöktun á virði útistandandi samninga og verkferla til greiningar og úrlausnar á ágreiningi milli aðila.

Ofangreint á við um fjárhagslega mótaðila og jafnframt ófjárhagslega mótaðila, óháð því hvort þeir eru undir eða yfir fjárhæðarmörkunum. Einnig eru kröfur um að fjárhagslegir mótaðilar hafi nægilegt fjármagn og í réttu hlutfalli til að stýra áhættu sem fellur ekki undir viðeigandi skipti á tryggingum. Viðskipti innan samstæðu eru undanþegin kröfu um skipti á tryggingum, en sú undanþága er háð skilyrðum. Nánari uppskiptingu krafna ESMA í þessu samhengi er að finna í töflu 1.

### Miðlægur mótaðili

3. tl. 4. gr. EMIR kveður á um að stöðustofnunar skyldir OTC-afleiðusamningar skuli stöðustofnaðir hjá miðlægum mótaðila. *Miðlægur mótaðili* (e. central counterparty eða CCP) er samkvæmt 1. tl. 2. gr. EMIR „lögaðili sem gengur á milli mótaðila

að samningum sem viðskipti eru með á einum eða fleiri fjármálamörkuðum og verður þar með kaupandi gagnvart hverjum seljanda og seljandi gagnvart hverjum kaupanda“. *Miðlæg stöðustofnun* (e. central clearing) visar til stöðustofnunar hjá miðlægum mótaðila.

Miðlægum mótaðilum er ætlað að vera hryggsúlan í stýringu kerfisáhættu sem stafar af OTC-afleiðum. Með því að vera „kaupandi gagnvart hverjum seljanda og seljandi gagnvart hverjum kaupanda“ tekur miðlægur mótaðili á sig alla mótaðilaáhættu og eyðir henni út milli mótaðila að samningnum (sjá mynd 2). Kaupendur og seljendur taka jafnframt á sig mótaðilaáhættu gagnvart miðlægum mótaðilanum.

Sú samþjöppun áhættu sem verður í starfsemi miðlægs mótaðila krefst öflugrar áhættustýringar. Öryggisnet miðlægs mótaðila samanstendur af margvíslegum öryggisráðstöfunum sem líkja má við *varnarlinur* (e. lines of defence); bresti sú fremsta tekur næsta við og síðan koll af kalli. Varnarlinurnar eru þessar:

- I. *Aðgangsviðmið* (e. admission criteria): Þau skilyrði sem *stöðustofnunar aðili* (e. clearing member), þarf að uppfylla til þess eins að fá OTC-afleiðusamninga sína stöðustofnaða hjá viðkomandi miðlægum mótaðila. Stöðustofnunar aðili er samkvæmt 14. tl. 2. gr. EMIR „fyrirtæki sem er þátttakandi í miðlægum mótaðila og ber ábyrgð á að uppfylla fjárskuldbindingar sem fylgja þeirri þátttöku“. Stöðustofnunar aðili þarf ekki að vera mótaðili í OTC-afleiðusamningnum þar sem mótaðilar gera samninginn sín á milli í gegnum stöðustofnunar aðilann til að fá hann stöðustofnaðan hjá miðlægum mótaðila, samkvæmt 3. mgr. 4. gr. EMIR. Þessi viðmið eiga að „tryggja sanngjarnan og opinn aðgang að miðlægum mótaðilanum og skal tryggja að stöðustofnunar aðilar hafi fullnægjandi fjármagn og rekstrarlegt hæfi til að uppfylla skyldurnar sem leiða af þátttöku í miðlægum mótaðila“ samkvæmt 37. gr. EMIR. Stöðustofnunar aðilar ábyrgjast síðan að viðskiptavinir þeirra uppfylli skyldur sínar samkvæmt ákvæðum sömu greinar.

- II. *Tryggingarþekja* (e. variation margin): Tryggingarþekjan er viðbótartrygging (ofan á upphaflegar tryggingar, sjá neðar) sem endurmetin er daglega út frá daglegu verðmati á OTC-afleiðusamningi. Þannig stillir miðlægur mótaðilinn af allar tryggingar vegna samninga svo þær endurspeglir þá áhættu sem þeim fylgir. Tryggingarþekjan er gerð upp daglega og aðeins með reiðufé. Strangar reglur gilda um uppgjör á tryggingarþekjunni en miðlægur mótaðilinn fer í innheimtuaðgerðir

sé hún ekki greidd – sama hve lítil fjárhæðin kann að vera.

III. *Upphaflegar tryggingar* (e. initial margin eða clearing member collateral): Þær tryggingar sem stöðustofnunaðili leggur fram við stöðustofnun á OTC-afleiðusamningi hjá miðlægum mótaðila. Þær skulu endurspeglja þá áhættu sem stafar af samningnum við stöðustofnun. Þessar tryggingar mega vera reiðufé, gull, ríkisskuldabréf, traust skuldabréf fyrirtækja eða sértryggð skuldabréf, samkvæmt 46. gr. EMIR.

IV. *Annað fjármagn* (e. other financial resources eða „The CCP's Skin in The Game“): Framlag miðlægs mótaðila til tryggingar á starfseminni samkvæmt 45. gr. EMIR. Því er ætlað að tryggja að miðlægur mótaðili hafi hagsmuna að gæta í starfseminni og að fjármunir stöðustofnunaðila séu ekki einir til varnar. Framlagið skal vera 25% af eigin fé miðlægs mótaðila samkvæmt kröfum EMIR.<sup>16</sup>

V. *Vanskilasjóður* (e. default fund): Sjóður með framlögum frá öllum stöðustofnunaðilum hjá miðlægum mótaðila, samkvæmt 42. gr. EMIR. Framlöggin eru í hlutfalli við þær áhættuskuldbindingar sem fylgja hverjum og einum stöðustofnunaðila. Hlutverk sjóðsins er að gera miðlæga mótaðilanum kleift að þola, við óvenjulegar en sennilegar markaðsaðstæður, vanskil stærstu stöðustofnunaðilanna. Miðlægur mótaðili ákveður lágmarksfjárhæð framlaga í sjóðinn og viðmiðanir við útreikning á framlögum einstakra stöðustofnunaðila. Sjóðnum má

skipta upp fyrir mismunandi flokka fjármálagerninga sem miðlægi mótaðilinn stöðustofnar.

VI. *Reglulegt mat* (e. powers of assessment): Miðlægur mótaðili hefur heimild til og skal samkvæmt 37. gr. reglulega meta hæfi stöðustofnunaðila og hvort þeir uppfylli aðgangsviðmiðin. Út frá þessu mati getur hann svo ef ástæða er til krafðið stöðustofnunaðila um aukafraamlög í vanskilasjóðinn.

VII. *Eigið fé miðlægs mótaðila* (e. CCP's capital): Síðasta varnarlína miðlægs mótaðila er eigið fé hans. „Miðlægur mótaðili skal hafa varanlegt og aðgengilegt stofnfé sem er a.m.k. 7,5 milljónir evra“ til að fá starfsleyfi og það „skal ætíð vera nægilegt til að tryggja eðlileg slit eða endurskipulagningu starfseminnar innan hæfilegs tímabils og fullnægjandi vernd miðlæga mótaðilans“ gegn margskonar áhættuþáttum samkvæmt 16. gr. EMIR.

Verði greiðslufall hjá einum stöðustofnunaðila vegna OTC-afleiðusamnings skal miðlægur mótaðili fyrst nýta þær tryggingar sem lagðar hafa verið fram með viðkomandi samningi auk framlags viðkomandi stöðustofnunaðila í vanskilasjóðinn og að lokum eigið fé samkvæmt 45. gr., áður en hann gengur á framlag annarra stöðustofnunaðila í vanskilasjóðnum.

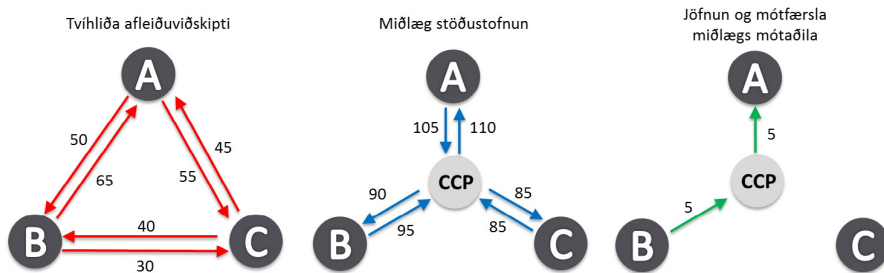
Vanskilasjóðurinn er misstór eftir umfangi miðlæga mótaðilans. Hjá þeim miðlægum mótaðilum sem hafa fengið heimild hjá ESMA til að starfa innan ESB eru vanskilasjóðirnir allt frá 12 milljónum evra og upp í

rúmlega 6 milljarða evra, samkvæmt ársreikningum þeirra. Þessar tölur gefa þó ekki nægilega skýra mynd af stærð vanskilasjóða miðlægra mótaðila þar sem flestir þeirra sjá einnig um greiðslujöfnun á gjaldeyris- og verðbréfavíðskiptum og gætu sjóðir tengdir þeim víðskiptum verið meðtaldir í fjárhagsupplýsingum þeirra.

Miðlægur mótaðili stöðustofnar OTC-afleiðusamninga með tvennum hætti: með endurgerð samninga (e. novation), þar sem miðlægi mótaðilinn tekur við frágengnum samningi milli tveggja (eða fleiri) stöðustofnunaðila, ógildir hann og býr til tvo (eða fleiri) nýja samninga þar sem miðlægi mótaðilinn er milliliður á milli mótaðila fyrri samningsins, eða með aðgerð sem kallast á ensku „open offer“ þar sem miðlægi mótaðilinn tekur aðeins við fyrirmælum um skilmála samnings frá stöðustofnunaðilum og setur sjálfur upp þá samninga sem þarf við stöðustofnunaðilana til að umsamin skylda myndist.

Í báðum tilvikum axlar miðlægi mótaðilinn alla mótaðilaáhættu vegna OTC-afleiðusamninganna og verður „kaupandi gagnvart hverjum seljanda og seljandi gagnvart hverjum kaupanda“, rétt eins og reglugerðin segir til um. Miðlægur mótaðili hefur heimild til að jafna stöður (e. offset) milli aðila í eigin kerfum og mótfæra (e. netting) í eignasófnum þeirra, með því að stofna nýja samninga, fjölga þeim eða fækka til þess að gera áhættuskuldbindingar aðilanna skýrari.

Mynd 3 sýnir hvernig miðlægur mótaðili skýrir net áhættuskuldbindinga stöðustofnunaðila sinna með annað hvort jöfnun eða mótfærslum. Stöðustofnunaðili B á stöður fyrir



Mynd 3 Áhrif miðlægrar stöðustofnunar og jöfnunar og mótfærslu miðlægs mótaðila á áhættuskuldbindingar (Heimild: Jon Gregory<sup>17</sup>)

samtals 95 einingar á aðra mótaðila en aðrir eiga stöður fyrir samtals 90 einingar gagnvart honum. Mismunurinn er 5, þ.e. fjöldi eininganna sem hann á inni hjá miðlæga mótaðilanum eftir jöfnunina. Stöðustofnunaradili C á stöður fyrir samtals 85 einingar á aðra mótaðila og aðrir eiga samtals 85 einingar á hann sjálfan. Eftir jöfnun hjá miðlæga mótaðilanum er staða hans jöfn hjá miðlæga mótaðilanum.

Komi til greiðslufalls hjá einum stöðustofnunaradila tekur miðlægur mótaðili yfir allar skuldbindingar hans og reynir að eyða þeim út eða tryggja með sem minnstum tilkostnaði, burtséð frá þeim tryggingum sem lagðar hafa verið fram fyrir umrædda samninga. Það þýðir ekki að stöðurnar verði seldar á opnum markaði heldur „boðnar upp“ innan vébanda miðlæga mótaðilans og þeirra stöðustofnunaradila sem eftir standa. Ferlið hefur í för með sér að samningar fallna stöðustofnunaradilans eru endurgerðir og þá við hina stöðustofnunaradilana eftir uppboðið. Þetta þýðir að stöðustofnunaradili sem átti t.d. engar áhættuskuldbindingar gagnvart hinum fallna aðila gæti þurft að taka yfir hluta þeirra áhættuskuldbindinga sem eftir standa hjá miðlæga mótaðilanum. Hvatinn til þátttöku í ferlinu fyrir hina

stöðustofnunaradilana er töluverður þó eignin séu mögulega ekki aðlaðandi því sameiginlegt tap allra stöðustofnunaradilanna ef ekkert yrði að gert, yrði mögulega umtalsvert meira.

Þó EMIR kveði á um skyldu til stöðustofnunar er hún einnig valkvæð vegna þeirra samninga sem eru utan skyldunnar. Öllum mótaðilum í OTC-afleiðuviðskiptum er frjálst að stöðustofna þær í gegnum stöðustofnunaradila hjá miðlægum mótaðila.

### Kostir og gallar miðlægrar stöðustofnunar

Ávinningur af miðlægrri stöðustofnun er fyrst og fremst gagnsæið. Þar sem öll valkvæð stöðustofnun og stöðustofnunaraskyld OTC-afleiðuviðskipti fara í gegnum miðlæga mótaðila eru þeir í ákjósanlegri stöðu til að þekkja og skilja stöðu og tengsl markaðarins. Þannig geta þeir gripið til aðgerða sem draga úr skaða ef staða á markaði gefur tilefni til. Með jöfnun og mótfærslum er net afleiðusamninganna einfaldað þannig að áhættan verður skýrari. Það liðkar einnig fyrir viðbragðsaðgerðum miðlæga mótaðilans ef áfall verður, auk þess sem rekstrarleg skilvirkni miðlæga mótaðilans eykst og kostnaður

stöðustofnunaradilanna minnkar. Bent hefur verið á að miðlæg stöðustofnun auki á seljanleika OTC-afleiðna sem erfitt var að hreyfa áður fyrr. Dreifing taps vegna greiðslufalls eins stöðustofnunaradila mýkir einnig höggið á markaðinn ólíkt þeim keðjuverkandi áhrifum sem annars yrðu í neti tvíhliða samninga. Lokuð uppboð miðlæga mótaðilans á eignum hins fallna stöðustofnunaradila meðal annarra stöðustofnunaradila draga einnig úr mögulegu sameiginlegu tapi og tryggja hærra verð fyrir eignirnar.<sup>18</sup>

Miðlægrri stöðustofnun fylgja einnig gallar. Þar má helst nefna *freistnivanda* (e. moral hazard) sem lýsir sér í því að hvati smærri stöðustofnunaradila til að viðhalda virkri eigin áhættustýringu er minni þar sem þeir vita að stærri stöðustofnunaradilar munu taka höggið komi til greiðslufalls. Eins er *hrakval* (e. adverse selection) nefnt í þessu samhengi þar sem stöðustofnunaradili hefur aðrar upplýsingar um eigin áhættu heldur en miðlægi mótaðilinn sem gæti verið að meta áhættuna rangt út frá þeim upplýsingum sem hann býr sjálfur yfir. *Tvískipting* (e. bifurcation) OTC-afleiðuviðskipta í sófnum viðskiptavina, milli þeirra sem annars vegar eru stöðustofnuð miðlægt og hins vegar þeirra sem eru tvíhliða, getur valdið flækjum í rekstri þeirra og mögulega ójafnvægi í tryggingum. Raddir eru einnig um að miðlæg stöðustofnun valdi of mikilli fylgni við *efnahagsveiflur* (e. procyclicality). Aukin tíðni og virkni mats á áhættu og tryggingum á miðlægt stöðustofnuðum samningum auk skorts á slíkri áhættustýringu á markaði tvíhliða samninga gæti mögulega haft dýpkandi áhrif á efnahagssveiflur.<sup>19</sup>

17 Gregory, Jon. 2014. Central Counterparties – Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives. Wiley Finance Series, bls. 29.

18 Gregory, Jon. 2014. Central Counterparties – Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives. Wiley Finance Series, bls. 37.

19 Gregory, Jon. 2014. Central Counterparties – Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives. Wiley Finance Series, bls. 38.

## Miðlægir mótaðilar í áföllum

Miðlæg stöðustofnun OTC-afleiðna er ekki ný af nálinni og hafa miðlægir mótaðilar tekið á sig ýmis áföll í gegnum tíðina. LCH.Clearnet<sup>20</sup> tókst til að mynda á við fall Drexel Burnham Lambert fjárfestingarbankans árið 1990 og einnig fall Barings Bank árið 1995 ásamt öðrum. Gjaldþrot Lehman Brothers árið 2008 var það stærsta í sögu miðlægrar stöðustofnunar. Lehman Brothers Special Financing Inc. (LBSF) var dótturfyrirtæki Lehman Brothers og hafði verið stöðustofnunaðili hjá SwapClear, sem er stöðustofnunarþjónusta LCH.Clearnet fyrir OTC-afleiður, og sérhæfir sig í vaxtaskiptasamningum. OTC-afleiðusafn LBSF hjá SwapClear var 9 billjónir bandaríkjadala og mun stærra heldur en safn þeirra í afleiðum í viðskiptum á skipulegum verðbréfamarkaði. Að morgni 15. september 2008 hafði London Stock Exchange stöðvað viðskipti með hlutabréf Lehman Brothers<sup>21</sup> og í kjölfarið hóf LCH.Clearnet aðgerðir gagnvart LBSF eftir að félagið gat ekki svarað veðkalli SwapClear um morguninn.

LCH.Clearnet stóð nú frammi fyrir því verkefni að vinda sem fyrst ofan af 66.390 samninga eignasafni LBSF og án frekari áfalla og átti tryggingasafn LBSF, sem var aðeins 2 milljarðar Bandaríkjadala, að duga fyrir því. Stofnaður var hópur sérhæfðra miðlara frá sex bönkum til þess að aðstoða við verkið. Næstu tvo daga var ráðist í að leysa upp stærstu samningana sem fylgdi mest kerfisáhætta og settar voru upp varnir með nýjum samningum gegn þeim sem eftir stóðu. Megnið af samningum LBSF hafði verið flutt yfir á hina stöðustofnunaðilana innan við viku síðar eftir árangursríkt uppboð á

safninu sem haldið var meðal þeirra aðeins þremur dögum eftir gjaldþrotið. Ekki þurfti að nýta nema þriðjung trygginganna sem LBSF hafði lagt fram í upphafi og var afganginum skilað til þrotabús Lehman Brothers.

Þó að uppgjör LCH.Clearnet á safni LBSF eftir gjaldþrot bankans hafi verið árangursríkt var árangur ýmissa annarra miðlægra mótaðila ekki eins góður. Chicago Mercantile Exchange stöðustofnaði fimm flokka OTC-afleiðna fyrir Lehman Brothers og kom fyrirtækið út á sléttu eftir uppgjör á tryggingum og útistandandi samningum. Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd. og dótturfyrirtæki þess, Hong Kong Securities Clearing Company (HKSCC) lýstu yfir 157 milljóna Hong Kong dala tapi eftir uppgjörið á safni Lehman Brothers Securities Asia. Í kjölfarið þurfti HKSCC að kalla eftir viðbótarfjármagni frá stöðustofnunaðilum sínum í vanskilasjóðinn.<sup>22</sup>

## Áhrif á íslenskan markað

Áhrif EMIR reglugerðarinnar á íslenskan fjármálamarkað þegar hún verður innleidd í íslensk lög verða einhver, þó að óvíst sé hversu mikil þau verða. Bankar og önnur fjármálafyrirtæki munu þurfa að stöðustofna OTC-afleiðusamninga sína en það munu þau að öllum líkindum gera í gegnum erlend fjármálafyrirtæki. Gagnaskil til afleiðuviðskiptaskrár fara þá að öllum líkindum frá sama erlenda fjármálafyrirtækinu en heimilt er samkvæmt EMIR að útvísta gagnaskilunum til þriðja aðila. Smæð íslensku krónunnar gerir það að verkum að stöðustofnunaðilinn mun seint verða látin ná yfir afleiðusamninga í íslenskum krónum.

Afar ólíklegt er að á Íslandi finnist ófjárhagslegur mótaðili yfir fjárhæðarmörkunum (ÓFM+). Þau fyrirtæki á Íslandi sem ekki starfa á fjármálamarkaði og eiga áhættuskuldbindingar í OTC-afleiðum eru að öllum líkindum ekki með það stór afleiðusöfn að heildarstaða þeirra nái upp í fjárhæðarmörkin<sup>23</sup> auk þess sem líkur eru á því að megnið af stöðunum séu til varnar samkvæmt skilgreiningum EMIR. Eftir sem áður er tilkynningaskyldan á OTC-afleiðuviðskiptum til afleiðuviðskiptaskrár til staðar sem þessi fyrirtæki þurfa að standa skil á.

Þó að sýnileg áhrif séu ekki mikil er þó um grundvallarbreytingu á viðskiptum með OTC-afleiður að ræða. Verklag fjármálafyrirtækja í tengslum við þessi viðskipti mun þurfa að taka tillit til krafna EMIR reglugerðarinnar. Ófjárhagslegu mótaðilarnir bera sjálfir ábyrgð á því að meta og fylgjast með stöðu afleiðusafna sinna og hvort söfnin falli undir stöðustofnunaðilskylduna eða ekki. Þó að talað sé um skyldu til stöðustofnunar er öllum mótaðilum að OTC-afleiðusamningum frjálst að stöðustofna hvaða OTC-afleiðusamning sem er, svo lengi sem miðlægur mótaðili sé tilbúinn að taka við honum.

Fjármálaeftirlitið hefur tekið saman helstu atriði varðandi EMIR reglugerðina fyrir aðila á markaði á vefsvæði sínu<sup>24</sup> og mun halda áfram að upplýsa íslenskan markað um hana þar.

20 Hét áður London Clearing House áður en það sameinaðist franska fyrirtækinu Clearnet árið 2003.

21 LCH.Clearnet Group, LCH.Clearnet's Default History. [http://www.lchclearnet.com/documents/515114/515111/LCH+Clearnet%27s+default+history+May-13\\_tcm6-63482.pdf](http://www.lchclearnet.com/documents/515114/515111/LCH+Clearnet%27s+default+history+May-13_tcm6-63482.pdf), bls. 8, sótt 2. júní 2015.

22 Gregory, Jon. 2014. Central Counterparties – Mandatory Clearing and Bilateral Margin Requirements for OTC Derivatives. Wiley Finance Series, bls. 42-43.

23 1 milljarður evra (u.þ.b. 150 milljarðar króna) fyrir skulda- og hlutabréfaafleiður og 3 milljarðar evra (u.þ.b. 450 milljarðar króna) fyrir vaxta- og gjaldmiðlaafleiður auk hrávöruafleiðna og annarra.

24 Vefsvæði Fjármálaeftirlitsins um EMIR reglugerðina: <http://www.fme.is/eftirlitsstarfsemi/emir/>





**FJÁRMÁLAEFTIRLITIÐ**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY, ICELAND

**Ritstjórn:** Jón Þór Sturluson, Kristján Ólafur Jóhannesson, Ragnar Hafliðason, Ragnheiður Morgan Sigurðardóttir, Sara Sigurðardóttir og Sigurður G. Valgeirsson

Skoðanir sem koma fram í greinum í þessu riti eru skoðanir höfunda(r) og þurfa ekki að endurspeгла skoðun Fjármálaeftirlitsins.