

Datum:2007 02 15

## ■ Utvärdering av Stockholmsbörsen AB som central motpart, 2006

Stockholmsbörsen AB är central motpart i clearingen av standardiserade derivat som handlas på Stockholmsbörsen. Behovet av en central motpart är stort på derivatmarknaden eftersom ett derivatkontrakt ofta innebär en öppen position under en längre tid. Kontraktet avvecklas slutligen vid förfall, vilket kan vara flera månader fram i tiden. Alla aktörer blir under denna tidsperiod beroende av den centrala motparten och får normalt betydande exponeringar mot denne. Riksbanken och Finansinspektionen har bedömt att Stockholmsbörsens centrala motpartsclearing är systemviktig, vilket betyder att verksamheten är av vikt för det finansiella systemets stabilitet.

Föreliggande utvärdering sker utifrån de rekommendationer som utarbetats av Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) och Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) och som återfinns i *Recommendations for Central Counterparties*.<sup>1</sup> Rekommendationerna syftar till att ge en heltäckande standard för bedömning av en central motparts hantering av olika typer av risker.

## Bakgrund

Stockholmsbörsen AB bedriver börsverksamhet för bland annat aktier, räntebärande värdepapper och derivat<sup>2</sup>. Medan transaktioner i aktier och räntebärande värdepapper clearas och avvecklas i det svenska värdepappersavvecklingssystemet som drivs av VPC, tar Stockholmsbörsen själv hand om clearing av derivattransaktionerna. För dessa transaktioner fungerar Stockholmsbörsen som central motpart.<sup>3</sup> Det innebär att Stockholmsbörsen går in som säljare till alla köpare och köpare till alla säljare. Både den köpande och den säljande investeraren får därmed Stockholmsbörsen som motpart.

<sup>1</sup> CPSS IOSCO *Recommendations for Central Counterparties*, BIS November 2004.

<sup>2</sup> Stockholmsbörsen driver handel och central motpartsclearing av standardiserade derivat. Dessutom organiseras handel med warrant, som clearas i VPC systemet.

<sup>3</sup> För en diskussion om för- och nackdelar med en central motpart, se *Finansiell Stabilitet* 2002:2, s 47-58.

---

### SVERIGES RIKSBANK

(Brunkebergstorg 11), SE 103 37 Stockholm. Tel +46 8 787 00 00. Fax +46 8 21 05 31.  
e mail: [registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se). [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) DNR: 2006 644 AFS

### FINANSINSPEKTIONEN

P.O Box 6750, (Sveavägen 167), SE 113 85 Stockholm. Tel +46 8 787 80 00. Fax +46 8 24 13 35  
e mail: [finansinspektionen@fi.se](mailto:finansinspektionen@fi.se). [www.fi.se](http://www.fi.se) DNR 06 4046 306

## Legal status och tillsyn

För att kunna bedriva verksamhet med handel och central motpartsclearing av derivat har Stockholmsbörsen AB auktorisation som börs och har fått tillstånd att bedriva clearingverksamhet av Finansinspektionen enligt *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*. Finansinspektionen har godkänt och anmält Stockholmsbörsens till EU Kommissionen i enlighet med *lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden*. Stockholmsbörsen står under tillsyn av Finansinspektionen.

## Ägande och styrning

Stockholmsbörsen ingår i OMX koncernen. Stockholmsbörsen AB är ett dotterbolag till OMX Exchanges Oy, som i sin tur är ett dotterbolag till börsnoterade OMX AB. I OMX Exchanges Oy koncernen ingår börserna i Köpenhamn, Stockholm, Helsingfors, Tallinn, Riga och Vilnius samt de centrala värdepappersförvararna i Estland och Lettland. OMX Exchanges Oy har också en ägarandel i den litauiska centrala värdepappersförvararen. Dessutom är man delägare i derivatbörsen EDX London Exchange, som via LEC (Linked Exchange and Clearing) erbjuder sina deltagare handel i nordiska aktiederivat och lokal clearing av derivat.

Derivatverksamheten bedrivs inom området OMX Derivatives Markets, som är en bifirma till Stockholmsbörsen AB. Ledning och styrelse i Stockholmsbörsen AB är ansvariga för verksamheten i Stockholmsbörsen AB. Stockholmsbörsens styrelse är identisk med styrelsen i OMX Exchanges Oy.

Organisatoriskt ingår Stockholmsbörsen i affärsområdet Nordic Marketplaces, som driver börserna i Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn. Affärsområdet Nordic Marketplaces omfattar verksamheterna Derivatives Markets, Securities Trading Services och Company Services. Vid sidan av börsverksamheten bedriver OMX koncernen verksamhet i affärsområdena Market Technology som under 2006 bidrog med 36 % av intäkterna och Information Services & New Markets .

## Kort historik

1984 bildades det privatägda företaget OM Stockholm AB. Året därpå startade OM den första derivatbörsen i Norden, en börs för handel och clearing av standardiserade optioner och derivat. Företaget marknadsintroducerade sina aktier 1987 och var i och med detta den första marknadsnoterade börsen i världen.

OM AB förvärvade vid ingången av 1998 Stockholms Fondbörs. Sedan 1 juli 1999 bedrivs aktie och derivatverksamheten i samma bolag, dåvarande OM Stockholmsbörsen.

Hösten 2003 gick OM AB samman med det finska företaget HEX Plc, som var ägare av börserna i Finland, Estland och Lettland. Efter sammanslagningen blev det nya namnet OM HEX AB och den finska derivathandeln överfördes till Stockholmsbörsen. Samma år bildade OM HEX och London Stock Exchange derivatbörsen EDX London Exchange, som via LEC (Linked Exchange Clearing) erbjuder sina deltagare handel i nordiska aktiederivat med lokal clearing.

I augusti 2004 antogs det nya namnet OMX. Under 2004 såldes OMX finska dotterbolag APK till svenska VPC. Samtidigt förvärvade OMX en 20 procentig ägarandel i VPC som sedan såldes vidare hösten 2006. Under 2004 förvärvades även en majoritet (80 procent) av aktiebörsen och delar av värdepapperscentralen (40 procent) i Litauen. Det innebär att OMX är verksam på alla de baltiska värdepappersmarknaderna. Ett ytterligare steg mot ökad integration togs i slutet av 2004, då aktiehandeln i Finland, Estland och Lettland flyttades över till samma tekniska plattform som övriga börser i Norden använder. I maj 2005 flyttades även den litauiska börsen över till denna plattform. Därmed använder samtliga nordiska och baltiska länder nu samma handelssystem (SAXESS) för sin aktiehandel. Köpenhamnsbörsen ingår i OMX sedan 1 januari 2005.

■ Under hösten 2006 fortsatte konsolideringen på börssidan. OMX har förvärvat den isländska börsen och köpte 10% av aktierna i Oslo börsen. På derivatsidan har en konsolidering skett genom att finska och danska derivat, till följd av samgåendet mellan börserna, numera handlas och clearas i Stockholmsbörsen.

## Verksamhet

Stockholmsbörsen erbjuder handel i bland annat aktier, premieobligationer, konvertibler, warranter, obligationer och börshandlade fonder. Dessutom erbjuds handel och clearing i svenska, finska, norska och danska aktieoptioner, indexoptioner, räntederivat samt aktie och indexterminer och dessutom i vissa OTC derivat.

### *Tjänster*

Stockholmsbörsen träder in som central motpart för de derivat som handlas i det egna handelssystemet eller som rapporteras till Stockholmsbörsen.<sup>4</sup> Omedelbart efter avslut i handelssystemet överförs transaktionen till clearingsystemet för derivat. När transaktionen har registrerats i clearingsystemet träder Stockholmsbörsen direkt in som central motpart. I praktiken får deltagaren<sup>5</sup> därmed direkt Stockholmsbörsen som motpart. Förutom att agera som central motpart i börshandlade derivat erbjuder Stockholmsbörsen även tjänster som central motpart för vissa instrument som handlas OTC. Det gäller dels clearinglistade instrument och dels instrument som godkänns vid varje enskilt tillfälle.

Stockholmsbörsen clearar alla standardiserade derivatprodukter, såsom clearingnoterade instrument, semistandardiserade instrument och TM clearade instrument.<sup>6</sup> Vilka instrument som är clearingnoterade framgår av den gällande noteringslistan.

Ett samarbete finns även med derivatbörser och clearinghus i London och Oslo som etablerats genom en handels och clearinglänk, LEC (Linked Exchanges and Clearing). Länken möjliggör handel i samtliga nordiska derivat på alla tre marknadsplatserna. Stockholmsbörsen hanterar clearingen av dessa transaktioner för sina egna deltagare (men inte för andra börsers deltagare). OMX har dessutom ett samarbetsavtal med den tyska derivatbörsen Eurex, där de mest omsatta finska derivatkontrakten handlas.

### *Stockholmsbörsens åtagande som central motpart*

Omedelbart efter det att en derivataffär har matchats mellan köpare och säljare överförs den från Stockholmsbörsens handelssystem och registreras i clearingsystemet. I samband med denna registrering ersätter Stockholmsbörsen de ursprungliga kontrakten med två nya kontrakt. Det innebär att Stockholmsbörsen blir den legala motparten till båda sidor av affären – köpare till varje säljare och säljare till varje köpare.

Som motpart garanterar Stockholmsbörsen fullgörandet av transaktionen oberoende av den ursprungliga motpartens betalnings eller leveransförmåga. Stockholmsbörsen åtar sig dock inte att fullgöra transaktionen på utsatt dag vid den ursprungliga motpartens bristande fullgörande eller när en deltagare inte levererar värdepapper.

Vid en deltagares bristande fullgörande (default) har Stockholmsbörsen en process för att stänga deltagarens positioner och likvidera säkerheterna. Stockholmsbörsens motpart får sin betalning senast när Stockholmsbörsen avslutat denna process. Det är endast vid en deltagares bristande fullgörande som avvecklingen av kontantavräkningar inte sker på utsatt dag.

<sup>4</sup> Gäller ej för alla typer av derivat, t ex inte för warranter.

<sup>5</sup> Se avsnitt *Deltagare* för en beskrivning av de olika kategorier av deltagare i Stockholmsbörsens system.

<sup>6</sup> Tailor made clearing är clearing av icke standardiserade derivatkontrakt som handlas på OTC marknaden.

■ Förseningar av värdepappersleveranser kan uppstå utan att den ursprungliga motparten anses bryta mot Stockholmsbörsens regelverk (be in default). I sådana fall kan leveransen senareläggas efter medgivande av motparten. Motparten har då även rätt till en förseningsavgift vilket dock för närvarande är satt till noll. Denna typ av förseningar är relativt sällsynta och huvuddelen av förseningarna varar högst en eller två dagar. Om Stockholmsbörsen är skyldig att leverera värdepapper till följd av en deltagares fallissemang kan Stockholmsbörsen med sin motparts medgivande ersätta värdepapper med ett kontant belopp.

### *Deltagare*

Det finns tre kategorier av deltagare i Stockholmsbörsens derivatverksamhet:

- Börsmedlemmar
- Clearingmedlemmar
- Slutkunder

Börs och clearingmedlemmar träffar börsmedlemsavtal respektive clearingmedlems avtal med Stockholmsbörsen AB. Börsmedlemmar kan handla direkt med Stockholmsbörsen såväl i sitt eget namn som på uppdrag av sina kunder. Clearingmedlemmar representerar slutkunden i clearingverksamheten. Det vanligaste är att en börsmedlem även är clearingmedlem, men det är möjligt att agera som enbart börsmedlem eller clearingmedlem. På likviddagen sker likvidutväxling i Riksbankens betalningssystem RIX. Clearingmedlemmen, eller dennes likvidbank, måste delta i Riksbankens betalningssystem RIX för att hantera betalningarna.

På de nordiska finansiella marknaderna tillämpas så kallad slutkundsclearing, vilket innebär att kunderna, såväl finansiella institut som privatpersoner, normalt har egna konton och en direkt avtalsmässig relation till den centrala motparten.<sup>7</sup> De kan däremot inte handla direkt med Stockholmsbörsen och inte heller hantera clearingen av transaktionerna. Handel och clearing hanteras istället av börs och clearingmedlemmar, som huvudsakligen utgörs av banker och mäklarfirmor. De tjänster som börs och clearingmedlemmen utför för kunden och den risk som de tar på kunden beror på kundens val av kontostruktur (se nedan). Stockholmsbörsens diversifierade kontostruktur tillåter slutkunder som är professionella aktörer att ta mer eget ansvar för sina säkerheter medan mindre aktörer och privatpersoner kan överlämna säkerhetshanteringen till clearingmedlemmen genom att välja ett integrerat handels och clearingkonto (se beskrivning nedan).

### *Kontostruktur*

Stockholmsbörsen håller medlemskonton<sup>8</sup> och slutkundskonton. Medlemskontona tillåter att medlemmen följer sina transaktioner under handelsdagen och får information om sina rättigheter och skyldigheter vad gäller säkerhetskrav, betalningar och leveranser.

Slutkunder erbjuds två olika kontostrukturer: integrerat handels och clearingkonto respektive separata handels och clearingkonton. De flesta slutkunder väljer ett integrerat handels och clearingkonto. Slutkunder med ett integrerat konto måste använda samma mellanhand för sin handel och clearing. Endast medlemmar som är både börs och clearingmedlemmar kan administrera integrerade handels och clearingkonton.

Slutkunder med ett integrerat konto ställer säkerheter indirekt till Stockholmsbörsen. Att ställa säkerheter indirekt innebär att slutkunden ställer säkerheter till clearingmedlemmen, som för slutkundens räkning ställer säkerheter till Stockholmsbörsen. Clearingmedlemmen administrerar säkerhetskraven från Stockholmsbörsen och clearingkonton för sina kunder med integrerat handels

<sup>7</sup> I de flesta andra länder har den centrala motparten en direkt relation endast till clearingmedlemmarna. På de nordiska marknaderna har slutkunderna även egna konton i VPC och dess motsvarigheter. Även detta är annorlunda i de flesta andra länder, där det endast är mäklare som har konton hos den centrala registerföraren.

<sup>8</sup> Det finns följande typer av medlemskonton: Dagskonto, Interimskonto, Fasträkningskonto, Market Maker konto och APT konto.

och clearingkonto.<sup>9</sup> I december 2006 hade Stockholmsbörsen 122 715 integrerade clearing och handelskonton för totalt 94 576 kontoinnehavare och det är därmed den vanligaste sortens konto.

Stora slutkunder som handlar genom flera olika marknadsaktörer använder ofta separata handels och clearingkonton eftersom det möjliggör att flera separata handelskonton kopplade till ett och samma clearingkonto. Flera handelskonton hos olika kontohållare gör att slutkundens aggregerade positioner inte synliggörs. Icke desto mindre kan positionerna på de olika handelskontona nettas på clearingkontot. På ett clearingkonto förtecknas de kontrakt som är registrerade på ett eller flera handelskonton kopplade till clearingkontot. På ett clearingkonto fastställs även rättigheter och skyldigheter för viss kontoinnehavare.

En slutkund som innehar separata handels och clearingkonton ställer säkerheter direkt till Stockholmsbörsen. Den clearingmedlem som administrerar ett handelskonto tar risken på slutkundens konto från det att transaktionen är bokad på kontot till dess att säkerheten är ställd. När säkerheten är ställd ligger risken, som är kopplad till de exponeringar som inte täcks av säkerheten, hos Stockholmsbörsen. I december 2006 hade Stockholmsbörsen 487 kunder med sammanlagt 3 380 handelskonton och 532 clearingkonton.

#### *Teknisk plattform*

Stockholmsbörsens derivatclearing sker i SECUR<sup>TM</sup>; ett system som utvecklats av OMX Technology. Transaktioner överförs direkt från derivathandelssystemet till clearingsystemet. Kunderna har möjlighet att bevaka sina transaktioner, beräkna transaktionskostnaderna samt sina säkerhetskrav genom att använda programvara i SECUR<sup>TM</sup> systemet.

Stockholmsbörsen har ingått ett avtal med OMX Technology om outsourcing av systemdrift och utvecklingstjänster. Stockholmsbörsen har enligt avtalet möjlighet att utöka systemkapaciteten. Stockholmsbörsen har även etablerat ett eget nätverk som deltagarna använder för kommunikation med Stockholmsbörsen.

#### **Clearing**

Även om Stockholmsbörsen clearar på slutkundsnivå, har den normalt ingen information om slutkundernas identitet, utan dessa identifieras endast med ett nummer i Stockholmsbörsens system. För att upprätthålla slutkundens anonymitet är det istället clearingmedlemmen som har ansvaret för att se till att slutkunden har tecknat de nödvändiga kontrakten och tillhandahållit tillräckliga säkerheter. Stockholmsbörsen och Svenska Fondhandlareföreningen äger gemensamt bolaget Clearing Control AB (CCAB), som har till uppgift att säkerställa att kundavtalen är korrekta samt att göra årliga stickprov för att kontrollera att de säkerheter som ställs är acceptabla och korrekta. CCAB har också, om och när Stockholmsbörsen så önskar, rätt att göra inspektioner hos olika aktörer för att kontrollera säkerhetsmassan. Under vissa omständigheter, som när en slutkund inte kan betala eller om Stockholmsbörsen har anledning att misstänka att en slutkund inte kommer att klara av att fullgöra sina förpliktelser, har Stockholmsbörsen rätt att få veta slutkundens identitet av CCAB.

Vid slutkundsclearing kan inte säkerhetskapitalet som clearingmedlemmen måste ställa mot börsen beräknas utifrån nettot av de olika slutkunderna. Nettning sker i detta system på slutkundsnivå och inte på medlemsnivå. I många andra länder ansvarar slutkunderna för sina säkerheter i relationen till clearingmedlemmen. Clearingmedlemmen kan sedan lägga ihop dessa och ansvarar för att ställa säkerheter på nettot gentemot den centrala motparten. Stockholmsbörsens system med slutkundsclearing leder till högre total nivå på säkerheterna som ställs mot den centrala motparten jämfört ett system som tillåter nettning av slutkundernas positioner.

---

<sup>9</sup> Integrerade handels och clearingkonton kan endast administreras av clearingmedlemmar. Se diskussionen om kontostrukturen nedan.

■ För slutkunderna innebär denna clearingform att de får kreditrisk mot Stockholmsbörsen och inte mot clearingmedlemmen. För clearingmedlemmen, som är ombud, innebär denna form av clearing att dennes avvecklingsrisk mot Stockholmsbörsen minimeras. Formellt är clearingmedlemmen endast ombud och därmed inte motpart för kunds affärer i lagens mening men är ansvarig mot Stockholmsbörsen för kundens åtaganden. Endast om clearingmedlemmen handlar i egen regi blir den formellt en motpart. I och med Stockholmsbörsens tillämpning av slutkundsclearing har slutkunderna ett starkare skydd om clearingmedlemmen går i konkurs. Utan slutkundsclearing har slutkunderna kreditrisk mot clearingmedlemmen.

Så fort en derivattransaktion är registrerad i clearingsystemet uppstår motpartsrisiker hos Stockholmsbörsen. Eftersom Stockholmsbörsen begär säkerheter först klockan 12.00 dagen efter handelsdagen medför transaktionen kreditrisk över natten. Stockholmsbörsens derivatregelverk konstaterar att börsmedlemmen ska bära risken för exponeringarna på sina slutkunders konton innan säkerheterna kommit. Stockholmsbörsen bär dock risken för exponeringarna på börsmedlemmarnas egna konton.

## Statistik

Under 2006 handlade Stockholmsbörsens deltagare i genomsnitt 488 000 derivatkontrakt per dag. Det genomsnittliga säkerhetskravet i SEK per dag under 2006 uppgick till ca 12,7 miljarder svenska kronor.

## Riskhantering

En av de tjänster som en central motpart erbjuder marknaden är hantering av de motpartsrisiker som uppstår mellan avslut och den slutliga avvecklingen av en transaktion. Stockholmsbörsen, i sin roll som central motpart, tar motpartsrisiker på alla deltagare i clearing. Icke säkerställda risker tas endast mot börs eller clearingmedlemmar. För att hantera motpartsriskerna har Stockholmsbörsen en riskhanteringspolicy som innefattar följande huvudkomponenter:

- Finansiella och operationella krav för medlemskap samt bevakning att medlemmar kontinuerligt uppfyller kraven (se rek 2)
- Bevakning och hantering av Stockholmsbörsens exponeringar till varje deltagare (se rek 3)
- Beräkning av säkerhetsbehovet för att täcka exponeringarna samt administration av säkerheter (se rek 4).
- Rutiner för att minimera störningar och stänga positioner vid en deltagares bristande fullgörande. (rek 1 och 6)
- Finansiella resurser för att täcka förluster (rek 5)
- Finansiella och operativa krav för Säkerhetsinstitut (rek 7)
- Vid nya länkar undersökning följd av kontinuerlig bevakning av existerande länkar (rek 11)

Det finns en riskhanteringsavdelning som förutom det som nämns ovan även ska utveckla Stockholmsbörsens policy och rutiner kring riskhantering och informera Stockholmsbörsens ledning om riskhantering.

## ■ Medlemskrav

Stockholmsbörsen granskar om de som ansöker om börs och clearingmedlemskap uppfyller medlemskraven ur ett motpartsrisikperspektiv. När en medlem är antagen sker regelbunden bevakning för att säkerställa att denne även fortsättningsvis uppfyller kraven.

### *Bevakning av exponeringar*

Minst en gång i timmen beräknas säkerhetskravet för varje enskild motpart. Om säkerhetskraven visar sig vara höga i förhållande till fastställda limiter vidtar riskhanteringsavdelningen åtgärder enligt fastställda rutiner för att minska Stockholmsbörsens exponering mot motparten.

### *Säkerheter*

Stockholmsbörsen beräknar säkerhetskravet som skall täcka Stockholmsbörsens kostnader för att stänga (likvidera) positionerna i portföljen i det fall motparten inte kan fullgöra sina skyldigheter. I beräkningen av dessa kostnader tas bland annat hänsyn till ledtiden, dvs. den tid som det tar att stänga positionerna (två dagar för Stockholmsbörsen), de underliggande instrumentens volatilitet, eventuell korrelation mellan olika instrument samt spreadkostnader. Säkerhetskravet beräknas med en konfidensintervall på 99,2 procent, vilket ungefär motsvarar den fjärde största kursrörelsen under en tvåårsperiod.

Motparterna skall ställa säkerheter som är godkända av Stockholmsbörsen till sina respektive säkerhetsinstitutet. Det åligger säkerhetsinstitutet att applicera det säkerhetsavdrag (haircut) som är fastställt av Stockholmsbörsen och som framgår av den så kallade Säkerhetslistan som återfinns i Stockholmsbörsens derivatregelverk. Med dessa rutiner har Stockholmsbörsen kännedom om det dagliga säkerhetskravet, men har ingen insyn i vilken enskilda säkerheter som ställs av dess medlemmar och kunder.

### *Finansiella resurser*

Om motpartens säkerheter skulle vara otillräckliga vid ett fallissemang, dvs. när en motpart inte fullgör sina åtagande enligt regelverket (default) måste Stockholmsbörsen ha tillräcklig finansiell styrka för att själv kunna bära en eventuell förlust. Stockholmsbörsen har ett kapital motsvarande minst 1 482 miljoner kronor varav en miljon eget kapital, 150 miljoner kronor för att täcka eventuella förluster från operativa risker och 1331 för att täcka eventuella motparts förluster. Av detta utgör 251 miljoner aktiekapital och reservfond<sup>10</sup>, 1 150 miljoner kronor täcks av försäkringar och därutöver har Stockholmsbörsen 81 miljoner i egna medel. Clearingkapitalet beräknas täcka fallissemang av Stockholmsbörsens två största motparter samt alla motparter som har eget kapital på mindre än 100 miljoner kronor vid prisrörelser som är 1,5 gånger större (för närvarande OMX indexprodukter 200 %) än de prisrörelser som används för säkerhetsberäkningen.<sup>11</sup>

## Utveckling under året

År 2006 har kännetecknats av en 18 % ökning av omsättningsvolymen för derivatmarknaden. Samtidigt har Stockholmsbörsen sänkt avgifterna för vissa kundsegment avseende handel i främst svenska aktieoptioner.

<sup>10</sup> Det egna kapitalet skall även täcka förluster som härstammar från operativa risker.

<sup>11</sup> För enskilda derivat definieras extrema kursrörelser som 1,5 gånger större än den fjärde största kursrörelsen under de senaste två åren (den så kallade stressfaktorn är 150%). För OMX indexprodukter är stressfaktorn det högsta värdet av den historiskt högst uppmätta negativa tvådagarskursrörelsen eller den positiva endagsrörelsen, vilket för närvarande motsvarar börsnedgången under två dagar i oktober 1987 då börsen föll 12,53 procent. För övriga indexprodukter är stressfaktorn 2,0.

- Integrationen av den nordiska derivatmarknaden har fortsatt under 2006. I början av året var handel och clearing av danska derivat helt integrerade i Stockholmsbörsen. Under hösten introducerades två nya produkter: terminer och optioner på VIN30 indexet, ett index som täcker de 30 största bolagen i Norden.

## Metod och sammanfattning

I enighet med gällande överenskommelse om samarbete inom ramen för det finansiella stabilitetsarbetet, har Riksbanken och Finansinspektionen gjort denna utvärdering tillsammans. De två myndigheterna har samarbetat i alla moment i utvärderingsarbetet och står således båda bakom resultatet.

Utvärderingen fokuserar enbart på Stockholmsbörsens clearing av derivattransaktioner. Den följer de rekommendationer och den metodologi som har utarbetats genom ett samarbete mellan Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) och Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (ISCO) och som återfinns i rapporten *Rekommendations for Central Counterparties*. Rapporten är utgiven av Bank for International Settlements (BIS) i november 2004.

Utvärderingen utgår från 15 rekommendationer, som tillämpas på Stockholmsbörsen. Därefter bedöms i vilken grad varje rekommendation uppfylls. Uppfyllandegraden av var och en av rekommendationerna anges som en av följande; uppfylld, till stor del uppfylld, delvis uppfylld eller ej uppfylld.

Rekommendation 15 avser reglering, tillsyn och övervakning av central motparts clearing. I utvärderingen har respektive myndighets aktiviteter beskrivits utifrån gällande rekommendation. Myndigheterna har dock medvetet avstått från att själva bedöma till vilken grad rekommendationen uppfyllts.

Riksbanken och Finansinspektionen har valt att ge kommentarer till ett antal rekommendationer trots att Stockholmsbörsen sammantaget bedöms följa dessa. Den svenska finansmarknadens struktur och Stockholmsbörsens rutiner skiljer sig i vissa avseende från dem som ligger till grund för de krav som ställs, varför det finns anledning att ställa ytterligare krav på Stockholmsbörsen. Riksbankens och Finansinspektionens avsikt är att följa upp dessa kommentarer i sitt löpande övervakningsarbete.

### Sammanfattning av utvärderingen

Bedömningskategorier	Rekommendation
Uppfylld	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14
Till stor del uppfylld	
Delvis uppfylld	
Ej uppfylld	
Ej bedömd	15



## ■ Förslag till åtgärder

Rekommendation	Kommentar
5	Slutkundens anonymitet bidrar till osäkerheten i Stockholmsbörsens riskbedömning. Stockholmsbörsen bör därför intensifiera sitt arbete för att reducera osäkerheten, antingen genom att kontinuerligt få kännedom om identiteten på åtminstone de motparter som svara för Stockholmsbörsens största exponeringar eller genom likvärdiga lösningar.
14	Riksbanken och Finansinspektionen anser att Stockholmsbörsen har förbättrat sin informationsgivning på Internet, bl.a. genom den nya hemsidan som är betydligt tydligare och erbjuder en klar beskrivning av Stockholmsbörsens legala och organisatoriska position i OMX koncernen. Stockholmsbörsen bör dock publicera kvartalsvis statistik över värdet på de säkerheter som har pantsatts till Stockholmsbörsen samt publicera tillgänglighetsstatistik och hur tillgängligheten ser ut relaterat till tillgänglighetsmålet. Dessutom borde beskrivningen av Stockholmsbörsens åtaganden för värdepappersleverans förtydligas i <i>OMX Derivatives Market as Counterparty</i> och annan publik information.

## Utvärderingen

### Recommendation 1: Legal risk

*A CCP should have a well founded, transparent and enforceable legal framework for each aspect of its activities in all relevant jurisdictions.*

Stockholmsbörsens roll som central motpart regleras av svensk lagstiftning och Stockholmsbörsens egna regelverk. Utvärderingen av denna rekommendation beaktar dem båda. All svensk lagstiftning samt Stockholmsbörsens regelverk med tillhörande medlems- och kundavtal är offentliga och tillgängliga på Internet. Denna utvärdering behandlar först svensk lagstiftning och därefter Stockholmsbörsens derivatregelverk.

#### *Svensk lagstiftning*

Finansinspektionen har auktoriserat Stockholmsbörsen som clearingorganisation i enlighet med *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*. Lagen specificerar att Stockholmsbörsen ska driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Dessutom ska Stockholmsbörsen tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med en sund verksamhet.

Finansinspektionen har godkänt och anmält Stockholmsbörsen till EU Kommissionen i enlighet med *lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden*. Stockholmsbörsen

■ står under tillsyn av Finansinspektionen och övervakas av Riksbanken, med anledning av de potentiella systemriskerna som centrala motpartstjänster medför.

I svensk lag finns det stöd för den avräkning av förpliktelser som är centralt för Stockholmsbörsens derivatclearing. I *lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument* anges att en avräkning av förpliktelser mellan två eller flera deltagare i ett anmält avvecklingssystem gäller mot konkursboet och mot borgenärerna i konkursen, om avräkningen har skett i enlighet med systemets regler. Denna bestämmelse gäller även de avräkningar som sker under clearingprocessen i Stockholmsbörsens system.

Vidare finns det bestämmelser i svensk lag angående ställande av säkerheter och realisation av säkerheter vid en konkurs. Av *förmånsrättslagen (1970:979)* framgår att panthavaren, i det här fallet Stockholmsbörsen, har s.k. särskild förmånsrätt i den pantsatta egendomen vid utmätning eller konkurs. Förmånsrätten innebär att Stockholmsbörsen, när det gäller betalning ur panten, inte behöver stå tillbaka för någon annan borgenär. *Konkurslagen (1987:672)* ger Stockholmsbörsen möjlighet att vid en konkurs omedelbart sälja finansiella instrument som börsen innehar som säkerhet om det sker på ett affärsmässigt rimligt sätt.

Slutlig avveckling på Stockholmsbörsen sker genom leverans av kontanter eller värdepapper. Den slutliga avvecklingen av kontanter sker till största delen genom RIX, Riksbankens system för betalningar.<sup>12</sup> RIX har utvärderats enligt CPSS *Core Principles for Systematically Important Payment Systems* och har bedömts uppfylla principen om rättslig grund.<sup>13</sup>

Den slutliga avvecklingen av värdepapper sker i de flesta fall genom VPC. Merparten av alla värdepapper registreras i VPC:s system som möjliggör bruttoavveckling och bygger på principen om leverans mot betalning (DVP) i centralbankspengar.<sup>14</sup> Den rättsliga grunden för VPC har bedömts enligt CPSS IOSCO Recommendation for Securities Settlement Systems och har ansetts uppfylla kraven för en sund rättslig grund.<sup>15</sup>

#### *Stockholmsbörsen derivatregelverk*<sup>16</sup>

Stockholmsbörsen har antagit ett s.k. derivatregelverk som reglerar börs- och clearingverksamheten samt rättsförhållandet mellan börsen och de olika deltagarna, dvs. börsmedlemmar, clearingmedlemmar och kunder. Regelverket innehåller också vissa krav på förhållandet mellan clearingmedlemmar och slutkunder. Regelverket blir avtalsinnehåll mellan Stockholmsbörsen och deltagarna genom ingående av medlemsavtal respektive kundavtal. Eftersom Stockholmsbörsen tillhandahåller slutkundsclearing har börsen en direkt rättslig relation till slutkunder, inklusive privatpersoner. De avtal som upprättats för clearingmedlemmar och slutkunder finns som bilagor till regelverket.

Derivatregelverket specificerar Stockholmsbörsens rättigheter och skyldigheter genom att beskriva hur och när registrering, kvittning och terminsnettning och avveckling sker. Där anges också när ett överföringsuppdrag ska anses vara oåterkallelig. Vidare beskrivs hur Stockholmsbörsen kan agera vid försenade värdepappersleveranser (se vidare rekommendation 10).

<sup>12</sup> En liten del av Stockholmsbörsen AB:s kontantavveckling sker i Danmarks Finlands och Norges motsvarighet till RIX. Dessa har blivit granskade utifrån CPSS *Core Principles for Systematically Important Payment Systems* och har bedömts uppfylla principen om rättslig grund. Se [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) och [www.imf.org](http://www.imf.org) för IMF:s utvärdering av betalningssystemen i Finland och Norge.

<sup>13</sup> Se [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

<sup>14</sup> En liten andel av Stockholmsbörsen AB:s leverans av värdepapper sker i det danska och norska värdepapperssystemet, vilka båda bygger på principen om leverans mot betalning (DVP) i avvecklingen.

<sup>15</sup> Se [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

<sup>16</sup> Se Stockholmsbörsens derivatregelverk, [www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen).

■ Godkända säkerheter och tillhörande säkerhetsavdrag (haircut) definieras också i derivatregelverket. Det finns även en beskrivning av formerna för kunds respektive clearingmedlems ställande av säkerheter, fastställande av säkerhetssaldo och behov av ytterligare säkerheter och när dessa skall ställas. Derivatregelverket innehåller också en beskrivning av alla de derivatkontrakt som kan handlas och clearas på Stockholmsbörsen.

Av derivatregelverket framgår att tolkningen och tillämpningen av regelverket skall vara underkastade svensk rätt. Vidare framgår att om en kund saknar hemvist i Sverige, Danmark eller Finland svarar clearingmedlemmen för att derivatregelverket samt de säkerhetsarrangemang som följer av regelverket är rättsligt giltiga i kundens hemland samt att regelverket i samtliga avseenden är bindande för kunden och mot dennes konkursbo eller motsvarande.

#### *Gränsöverskridande aktiviteter*

Stockholmsbörsen har utländska deltagare och måste därför vara säker på att det egna regelverket är juridiskt bindande för dessa deltagare och att Stockholmsbörsen har stöd för sitt agerande vid en utländsk deltagares konkurs. Risken för oklarhet om vilket lands lagar som gäller, minimeras av förhållandet att Sverige och de andra europeiska länderna har implementerat EU:s *direktiv 98/26/EG om slutgiltig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper* (finalitetsdirektivet). Finalitetsdirektivet anger att om en deltagare i ett anmält avvecklingssystem skulle försättas i konkurs är den lag som enligt systemets regler ska tillämpas gällande.

Stockholmsbörsen accepterar utländska värdepapper som säkerheter. Panträtten i dematerialiserade värdepapper följer lagarna i landet där värdepappret är registrerat. Stockholmsbörsen accepterar värdepapper från Norge, Danmark och Finland som säkerhet. I alla dessa länder har finalitetsdirektivet och *direktivet 2002/47/EG om ställande av finansiell säkerhet* (säkerhetsdirektivet) implementerats. Finalitets- och säkerhetsdirektiven reglerar bl.a. Stockholmsbörsens rätt till ställda säkerheter. Stockholmsbörsen avvecklar transaktioner i dessa tre länder. Genom implementeringen av finalitetsdirektivet kan återkallelse av betalnings- eller värdepappersöverföringar inte ske efter det att de har godkänts i enlighet med avvecklingssystemets regler.

För en närmare genomgång av Stockholmsbörsens handels- och clearingsamarbete med andra börser och clearinghus samt den legala grunden för detta, (se vidare rekommendation 11).

#### **Överväganden**

Enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning innehåller svensk lagstiftning och Stockholmsbörsens derivatregelverk tillräckligt stöd för Stockholmsbörsens roll som central motpart i en clearingverksamhet.

#### **Bedömning**

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 1 är uppfylld.

#### **Recommendation 2: Participation requirements**

*A CCP should require participants to have sufficient financial resources and robust operational capacity to meet obligations arising from participation in the CCP. A CCP should have procedures in*

■ *place to monitor that participation requirements are met on an ongoing basis. A CCP's participation requirements should be objective, publicly disclosed, and permit fair and open access.*

Kraven för medlemskap i Stockholmsbörsens derivatclearing finns definierade i Stockholmsbörsens derivatregelverk. Av kraven framgår vilka typer av institut som kan bli börs- och clearingmedlemmar samt vilka krav som ställs på organisation, riskkontroll och tekniska system hos dessa institut. Det finansiella kravet är att clearingmedlemmen skall ha en kapitalbas på minst 10 miljoner svenska kronor. Enligt *lagen om börs och clearingverksamhet, 1992:543* skall Stockholmsbörsen tillämpa principen om fritt tillträde och neutralitet för sina deltagare.

Stockholmsbörsen utvärderar sina medlemmar löpande för att säkerställa att kraven för medlemskap kontinuerligt är uppfyllda. Enligt Stockholmsbörsens derivatregelverk skall varje medlem förse Stockholmsbörsen med information avseende sin finansiella styrka och kreditvärdighet. Stockholmsbörsen ställer även krav på mäklare och back office personal. Exempelvis skall dessa vara auktoriserade av Stockholmsbörsen.

Vad som avses med börsmedlems, clearingmedlems respektive kunds bristande fullgörande och de åtgärder som Stockholmsbörsen under sådana omständigheter kan vidta finns också beskrivna i Stockholmsbörsens derivatregelverk.

### Överväganden

Stockholmsbörsen bevakar löpande att medlemmarna uppfyller uppställda krav för medlemskap. Kraven, som är tydligt fastställda och tillgängliga för allmänheten, är fastställda i Stockholmsbörsens derivatregelverk och säkerställer, enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning, att medlemmarna har tillräcklig finansiell styrka och operationella resurser. Reglerna är objektiva och tillämpas enhetligt.

### Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 2 är uppfylld.

### Recommendation 3: Measurement and management of credit exposures

*A CCP should measure its credit exposures to its participants at least once a day. Through margin requirements, other risk control mechanisms or a combination of both, a CCP should limit its exposures to potential losses from defaults by its participants in normal market conditions so that the operations of the CCP would not be disrupted and non defaulting participants would not be exposed to losses that they cannot anticipate or control.*

Stockholmsbörsen har etablerade rutiner för beräkningen och hanteringen av sina motpartsexponeringar. Stockholmsbörsens exponering mot varje motpart beräknas per automatik en gång varje timme baserad på realtids prisinformation för aktiepositioner och stängningsprisinformation för ränteprodukter. Dessa exponeringar kontrolleras minst en gång per dag av riskhanteringsavdelningen. Efter handelsdagens slut görs en beräkning av Stockholmsbörsens slutliga exponering vilken utgör grunden för nästa handelsdags ingående säkerhetssaldo.

■ Dessa beräkningar utgör även grunden för Stockholmsbörsens motpartsriskhantering. En hörnsten i riskhanteringen är pantsättningen som beskrivs i närmare i rekommendation 4. Stockholmsbörsen arbetar även med bevakning av medlemmarnas finansiella ställning och utarbetar kreditlimiter baserade på detta. Limiter på exponeringarna sätts för varje medlem och slutkund som ställer säkerheter direkt till Stockholmsbörsen. Överskrider limiterna utreder riskhanteringsavdelningen situationen och olika åtgärder kan vidtas som t.ex. att reducera positionerna eller begära in extra säkerheter under handelsdagen.

### Överväganden

Stockholmsbörsens exponeringar beräknas kontinuerligt varje timme med aktuell prisinformation, men möjlighet finns att mäta oftare vid behov. Stockholmsbörsen använder dessa beräkningar för att hantera sina exponeringar till deltagarna under dagen. Enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning är Stockholmsbörsens krav på säkerheter och riskhanteringsprocedurer utformade på ett sådant sätt att risken för förluster till följd av motpartsfallissemang vid ofördelaktiga, men inte extrema, kursrörelser är begränsad.

### Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 3 är uppfylld.

### Recommendation 4: Margin requirements

*If a CCP relies on margin requirements to limit its credit exposures to participants, those requirements should be sufficient to cover potential exposures in normal market conditions. The models and parameters used in setting margin requirements should be risk based and reviewed regularly.*

Erhållna säkerheter avser att täcka förluster till följd av att en motpart inte kan fullgöra sina åtaganden vid ofördelaktiga, men inte extrema, kursrörelser. Beräkningen av säkerhetsbehovet baseras på de exponeringar som finns på varje enskild motparts portfölj. Värdet av säkerheter ska täcka kostnaderna för Stockholmsbörsen att likvidera motpartens portfölj när den är värderad vid ofördelaktiga kursrörelser. Dessa kursrörelser beräknas utifrån en statistisk metod som utgår från ett konfidensintervall på 99,2 procent baserad på två års historiska data för varje underliggande instrument vilket motsvarar ungefär den fjärde största kursrörelsen under tvåårsperioden. Kursrörelserna beräknas för ett tidsintervall på två dagar för alla produkter utom för produkter med statsskuldväxlar, realobligationer samt statsobligationer som underliggande värdepapper, där tre dagar används.<sup>17</sup> Tidsintervallet speglar det antal dagar det tar att stänga en motparts samtliga positioner. Om en deltagare inte kan fullgöra sina förpliktelser räknar Stockholmsbörsen med att det tar en dag för att bekräfta och kungöra detta och ytterligare en dag för att stänga positionerna

Säkerhetsbehovet beräknas dagligen och Stockholmsbörsens riskhanteringsavdelning ansvarar för att genomföra beräkningarna. Om säkerhetsmassan inte räcker för att täcka ett negativt säkerhetssaldo föreligger ett negativt säkerhetsutrymme. Säkerheter skall ställas som täcker det negativa säkerhetsutrymme.

<sup>17</sup> För derivat på statsskuldväxlar och statsobligationer som inte är cash bond produkter används två dagar.

Stockholmsbörsens säkerhetsberäkningsmodell, RIVA margining, jämförs med andra existerande modeller och granskas av både interna och externa revisorer i samband med att stora förändringar i modellen vidtas. Det ställs särskilda krav på internt och externt godkännande för att förändringar i modellens metodologi skall tillämpas. Stockholmsbörsen har dock själv möjlighet att revidera riskparametrarna vid extrema kursrörelser. Back testing av modellen i syfte att säkerställa modellens överensstämmelse med verkligheten genomförs på kvartalsbasis i enlighet med gängse marknadsstandard. Stockholmsbörsen gör back testing av modellen som beräknar värdet på säkerheterna.<sup>18</sup> Syftet med back testingen är att med historiska data säkerställa att modellen ger rättvisande och förutsägbara resultat. Back testing har gjorts sedan den 1 juli 2005 visar att modellen har värderat säkerheterna på ett riktigt sätt.

Stockholmsbörsen accepterar följande tillgångar som säkerhet:<sup>19</sup>

- kontanta medel i SEK, GBP, DKK, EUR, NOK, CHF och USD
- vissa garantiförbindelser (föremål för särskilt godkännande)
- bankcertifikat utgivna av svenska, danska eller finska banker
- obligationer utgivna av danska och svenska hypoteksinstitut samt certifikat utgivna av svenska hypoteksinstitut
- statsskuldväxlar och statsobligationer: danska, finska, norska, amerikanska, brittiska och tyska
- aktier som ingår i den nordiska listan som Large Cap och Mid Cap samt aktier som ingår i Oslo Börsens Hovedlisten. Det finns beloppbegränsningar och avdrag vid värderingen för alla dessa instrument..

För bankcertifikat, obligationer och statsobligationer har Stockholmsbörsen kriterier för lägsta godkända rating.

Stockholmsbörsen godkänner inte värdepapper emitterade av motparten själv och inte heller värdepapper emitterade av motpartens dotterbolag eller annat bolag i samma koncern.

Stockholmsbörsen har själv inte direkt information om vilka säkerheter som faktiskt ingår i säkerhetsmassan. Det innebär att Stockholmsbörsen normalt inte själv kan undersöka vilka samband som finns mellan motparterna och deras säkerheter samt säkerheternas tillräcklighet i olika marknadsscenarier. Stockholmsbörsen har undersökt möjligheten att få denna kunskap men har ännu inte funnit en praktisk lösning. Stockholmsbörsen är medveten om risken i detta och därför använder relativt stora säkerhetsavdrag (haircuts) för de värdepapper som pantsätts till Stockholmsbörsen.

I särskilda situationer kan dock Stockholmsbörsen få information om de säkerheter som är pantsatt till Stockholmsbörsen. Vid Stockholmsbörsens kontroller av säkerhetsinstitutens möjlighet att lämna denna information har det visat sig att informationen är snabbt tillgänglig vid behov. Dessutom kontrollerar CCAB säkerhetsmassan genom att göra årliga stickprov hos medlemmarna. Hittills har det aldrig inträffat någon situation där säkerhetsmassan avvikit från Stockholmsbörsens regelverk eller varit otillräcklig på annat sätt.

Av förteckningen över godkända säkerheter, den så kallade Säkerhetslistan som återfinns i Stockholmsbörsens derivatregelverk, framgår vilket säkerhetsavdrag som skall göras vid värderingen av ställda säkerheter. Säkerhetsavdragen överensstämmer huvudsakligen med gällande rekommendationer från Svenska Bankföreningen, men är i vissa avseenden större. Säkerhetsavdragen omvärderas varje kvartal och påverkas av volatilitetsförändringar och kursfall.

<sup>18</sup> Back testing infördes den 1 juli 2005.

<sup>19</sup> För komplett säkerhetslista, se Stockholmsbörsens derivatregelverk, [http://omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/Lagar\\_regelverk/stockholmrulesregulations/derivatregelverk/](http://omxgroup.com/nordicexchange/omhandeln/Lagar_regelverk/stockholmrulesregulations/derivatregelverk/), bilaga 12.

## ■ Överväganden

Enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning har Stockholmsbörsen, under normala marknadsförhållanden, tillräckliga säkerheter för att hantera en motparts fallissemang. Stockholmsbörsen värderar säkerhetsmassans storlek dagligen och har rätt att begära ytterligare säkerheter vid negativt säkerhetssaldo. Back testing av värderingsmodellen har införts sedan den 1 juli 2005 och inga avvikelser har framkommit.

Enligt Riksbankens och Finansinspektionens uppfattning bör kunskapen om säkerhetsmassans sammansättning vara värdefull för riskhanteringen. Mot bakgrund av resultatet av Stockholmsbörsens undersökning av möjligheten att få den informationen framstår inte detta som genomförbart i nuläget. Stockholmsbörsens kontroll av att säkerhetsinstituten vid behov snabbt kan överlämna information om en kunds säkerheter är värdefull och bör upprepas med lämpliga intervaller.

De säkerhetsavdrag (haircut) Stockholmsbörsen gör vid värdering av ställda säkerheter är relativt konservativa, vilket kan anses rimligt med hänsyn till att Stockholmsbörsen inte själv förvarar säkerheterna. Eftersom säkerheterna administreras av det säkerhetsinstitut som anlitas kan det ta något längre tid att realisera säkerhetsmassan.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 4 är uppfylld.

## Recommendation 5: Financial resources

*A CCP should maintain sufficient financial resources to withstand, at a minimum, a default by the participant to which it has the largest exposure in extreme but plausible market conditions.*

Stockholmsbörsens kapital är för närvarande minst 1482 miljoner kronor. Behovet av finansiella resurser för motpartrisker i clearingverksamheten (så kallat clearingkapital) uppgår till 1331 miljoner kronor. Överskjutande 150 miljoner kronor är avsedda att täcka operativa risker samt vid behov möjliggöra en ordnad avveckling av verksamheten. Storleken på kapitalet har varit föremål för prövning av Finansinspektionen enligt *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*.

Clearingkapitalet beräknas med hjälp av riskkapitalmodellen RCaR (RIVA Capital at Risk) utvecklad av OMX. Modellen används för att genomföra så kallade stresstester som uppskattar behovet av kapital som skall täcka eventuella motparts förluster om ställda säkerheter inte räcker till. Behovet av clearingkapital beräknas utifrån antagandet att de två motparter som har störst riskexponeringar samt alla motparter som har ett eget kapital på mindre än 100 miljoner svenska kronor samtidigt inte kan fullgöra sina åtaganden vid extrema, men troliga, kursrörelser.<sup>20</sup> Modellen är avsedd att täcka in de högst uppmätta kursrörelserna på olika marknader. De motparter som har störst riskexponering kan vara clearingmedlemmar eller slutkunder som är anonyma för Stockholmsbörsen.

Stockholmsbörsen stresstestar sina exponeringar och övervakar resultatet dagligen. I en situation då RCaR beräkningen stiger till sådana nivåer att clearingkapitalet inte bedöms tillräckligt kan Stockholmsbörsen antingen minska riskexponeringen eller öka clearingkapitalet. Båda alternativen kan operativt genomföras på flera olika sätt.

<sup>20</sup> För enskilda derivat definieras extrema kursrörelser som 1,5 gånger större än den fjärde största kursrörelsen under de senaste två åren (den så kallade stressfaktorn är 150%). För OMX indexprodukter är stressfaktorn det högsta värdet av den historiskt högst uppmätta negativa tvådagarskursrörelsen eller den positiva endagsrörelsen, vilket för närvarande motsvarar börsnedgången under två dagar i oktober 1987 då börsen föll 12,53 procent. För övriga indexprodukter är stressfaktorn 2,0.

■ Clearingkapitalet skall uppgå till minst 1331 miljoner kronor varav 181 miljoner kronor i eget kapital och 1 150 miljoner kronor i en försäkring. Försäkringen finns hos OMX Capital Insurance AG (OMXCI), som är ett auktoriserat försäkringsbolag i Schweiz ägt av OMX Treasury AB. OMXCI återförsäkrar en del av åtagandena hos återförsäkringsbolaget Radian Asset Insurance Inc samt innehar en garantifacilitet från Credit Suisse International. Försäkringen och garantin faller ut enbart vid motpartsförluster i Stockholmsbörsen till följd av att motparten inte kan fullgöra sina förpliktelser i enighet med Stockholmsbörsens derivatregelverk.

Av det totala clearingkapitalet är 481 miljoner kronor placerade enligt följande: 100 miljoner ägs av Stockholmsbörsen och är placerade i räntebärande tillgångar; 300 miljoner ägs av OMXCI och är placerade i räntebärande tillgångar; 81 miljoner ägs av Stockholmsbörsen och är placerade i räntebärande tillgångar<sup>21</sup>.

Utöver kapitalet har Stockholmsbörsen tillgång till två kreditlinor i svenska kronor om 700 respektive 500 miljoner jämte mindre belopp i norska och danska kronor med omedelbar utbetalning. Moderbolaget OMX AB ger dessutom kreditmöjligheter så att likviditet snabbt skall finnas tillgänglig. Se rekommendation 7 för en beskrivning av Stockholmsbörsens likvida tillgångar.

## Överväganden

Storleken på Stockholmsbörsens clearingkapital beräknas utifrån antagandet att de två motparter som står för störst riskexponeringar samt alla motparter med ett eget kapital på mindre än 100 miljoner svenska kronor samtidigt inte kan fullgöra sina åtaganden vid extrema, men troliga kursrörelser. Kapitalet uppgår till minst 1482 miljoner kronor. I beloppet ingår 150 miljoner för att täcka bland annat operativa risker. Riksbanken och Finansinspektionen anser att kapitalets storlek är tillräckligt med hänsyn till de antaganden som gjorts vid beräkningen.

Enligt vår bedömning använder Stockholmsbörsen ett relevant automatiskt stresstest (RCaR) för att bestämma storleken på de finansiella resurser som skall täcka eventuella motpartsförluster. Automatiska stresstester genomförs dagligen.

Det finns både för- och nackdelar med slutkundsclearing. En nackdel är att vid Stockholmsbörsens bedömning av sina riskexponeringar kan slutkundens anonymitet skapa osäkerhet. En anonym slutkund kan svara för en betydande del av Stockholmsbörsens exponering. Stockholmsbörsen kan inte bevaka kreditvärdigheten hos de anonyma slutkunderna eller bedöma risken för att en anonym slutkund inte kan fullgöra sina skyldigheter. Detta medför att Stockholmsbörsen skulle kunna ha anledning att bedöma den inneboende risken i exponeringar till anonyma slutkunder som högre än den till kända motparter och justera sin finansiella styrka därefter.

Det finns därför skäl för Stockholmsbörsen att få kunskap om vilken motpart man har exponeringar mot och särskilt vad gäller de motparter som svara för de största exponeringarna.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 5 är uppfylld.

## Kommentar

Slutkundens anonymitet bidrar till osäkerheten i Stockholmsbörsens riskbedömning. Stockholmsbörsen bör därför intensifiera sitt arbete för att reducera osäkerheten, antingen genom att

<sup>21</sup> Detta kommer att placeras för att ge bättre avkastning och kommer då att täckas av försäkring med OMXCI



■ kontinuerligt få kännedom om identiteten på åtminstone de motparter som svara för Stockholmsbörsens största exponeringar eller genom likvärdiga lösningar

#### **Recommendation 6: Default procedures**

*A CCP's default procedures should be clearly stated, and they should ensure that the CCP can take timely action to contain losses and liquidity pressures and to continue meeting its obligations. Key aspects of the default procedures should be publicly available.*

I Stockholmsbörsens derivatregelverk specificeras vad som avses med börsmedlems, clearingmedlems respektive kunds bristande fullgörelse. Dessutom finns beskrivet vilka åtgärder som Stockholmsbörsen kan vidta vid bristande fullgörelse. Stockholmsbörsen kan bland annat ta ställda säkerheter i anspråk, neka avslut och registrering samt helt eller delvis tvångsavveckla clearingmedlems eller kunds kontrakt, ersättningsköpa leveransbara instrument samt sälja kontraktbasen. Stockholmsbörsen kan även överföra slutkunders konton och tillhandahållna säkerheter från en clearingmedlem till en annan. I *OMX Derivatives Market as Counterparty*, som är tillgänglig på Stockholmsbörsens hemsida, finns ett kapitel som beskriver de regler och den process som Stockholmsbörsen agerar utifrån vid bristande fullgörelse samt en beskrivning av de fem fall av bristande fullgörelse gentemot Stockholmsbörsen som inträffat sedan december 1989.

Stockholmsbörsen har en formell kommitté, en så kallad "default committee", som kan sammankallas med kort varsel och har befogenhet att fatta en mängd beslut som hänför sig till deltagares bristande fullgörelse. Dessutom fattar kommittén beslut huruvida Stockholmsbörsens egna finansiella resurser skall lyftas. Kommitténs rutiner granskas löpande av Stockholmsbörsens styrelse. Slutgiltiga beslut med anledning av deltagares bristande fullgörelse fattas av Stockholmsbörsens VD.

Som beskrivits under rekommendation 1 om legal risk, tillåter svensk lag att ställda säkerheter realiserar.

#### **Överväganden**

Enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning är Stockholmsbörsens regler och rutiner för hantering av en motparts fallissemang klara, tydliga och allmänt tillgängliga. De möjliggör för Stockholmsbörsen att hantera en motparts bristande fullgörelse. I Stockholmsbörsens derivatregelverk finns fastställt vad som avses med bristande fullgörelse samt vilka åtgärder Stockholmsbörsen har rätt att vidta, såsom att ta ställda säkerheter i anspråk och att snabbt stänga positioner.

Stockholmsbörsen har uppfyllt rekommendation 1 om legal risk, vilket bland annat innebär stöd i svensk lagstiftning för realisation av till Stockholmsbörsen ställda säkerheter.

#### **Bedömning**

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 6 är uppfylld.

## ■ Recommendation 7: Custody and investment risks

*A CCP should hold assets in a manner whereby risk of loss or of delay in its access to them is minimised. Assets invested by a CCP should be held in instruments with minimal credit, market and liquidity risks.*

### *Administration av säkerheter*

Stockholmsbörsen administrerar inte själv de säkerheter som ställts för åtaganden som gjorts i clearingverksamheten. Säkerheterna administreras istället av ett säkerhetsinstitut, även kallad depåbank, som anlitas av kunden eller clearingmedlemmen och som godkänts av Stockholmsbörsen. En förteckning över de av Stockholmsbörsen godkända säkerhetsinstituten återfinns i bilaga 9 till derivatregelverket.

För att godkännas som säkerhetsinstitut krävs bland annat att institutet skall ha ett beskattat eget kapital överstigande 500 miljoner kronor samt i övrigt vara lämpligt som säkerhetsinstitut. Säkerhetsinstitutet skall förvara säkerheter för börsens räkning på ett säkert sätt och rapportera att tillräckliga säkerheter ställts för visst clearingkonto. Stockholmsbörsen granskar och godkänner varje ansökan om att bli säkerhetsinstitut och övervakar säkerhetsinstituten löpande. Efter beviljad ansökan ansluts säkerhetsinstitutet till Stockholmsbörsen genom att ett säkerhetsinstitutsavtal träffas.

CCAB har till uppgift att säkerställa att kundavtalen är korrekta samt att göra årliga stickprov för att kontrollera att de säkerheter som ställs är acceptabla och korrekta. Under vissa omständigheter, som när en slutkund inte kan betala eller det finns misstanke härom, har Stockholmsbörsen rätt att få veta slutkundens identitet av CCAB.

Vanligtvis är säkerhetsinstitutet även clearingmedlem hos Stockholmsbörsen och hanterar säkerheter för sina kunders räkning. Säkerhetsinstitutet kan dock inte administrera sina egna säkerheter, eller säkerheter ställda av närstående bolag inom samma koncern utan dessa måste administreras av ett annat säkerhetsinstitut.

### *Investering av clearingkapitalet*

OMX Treasury förvaltar Stockholmsbörsens eget kapital och OMX Capital Insurances likvida medel. Förvaltningen ska följa OMX koncernens investeringspolicy för clearingkapital. Det egna kapitalet och de likvida medlen ska investeras i statspapper och bostadsobligationer med mycket låg marknads- och likviditetsrisk. Emittenten av bostadsobligationer får inte vara clearingmedlem i Stockholmsbörsen.

OMX Treasury AB är ett dotterbolag inom OMX koncernen som hanterar koncernens likviditetsförvaltning. Treasury verksamheten bedrivs självständigt och är föremål för årlig intern och externrevision. Förvaltningsuppdraget från Stockholmsbörsen och OMX Capital Insurance regleras i avtal och OMX Treasury återrapporterar regelbundet utfallet av förvaltningen. Clearingkapitalmedlen under förvaltning är separerade från övriga medel i koncernen.

## Överväganden

Stockholmsbörsens egna kapital investeras i tillgångar med låg marknads- och likviditetsrisk, vilket gör att tillgångarna kan avyttras snabbt och med liten negativ kurseffekt.

Svenska säkerhetsinstitut, även kallade depåbanker, tillämpar regler och rutiner som enligt Riksbanken och Finansinspektionen uppfyller rekommendation 12 om skydd för kundens

■ värdepapper i *Recommendations for Securities Settlement Systems (RSSS)*.<sup>22</sup> Riksbanken och Finansinspektionen anser att Stockholmsbörsens sätt att hålla säkerheter i depåbanker, istället för att hålla dem själv, kan innebära att processen att avyttra säkerheter fördröjs något, men att de regler och rutiner som tillämpas för säkerhetsinstitut förhindrar förseningar av betydelse.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 7 är uppfylld.

### Recommendation 8: Operational risk

*A CCP should identify sources of operational risk and minimise them through the development of appropriate systems, controls and procedures. Systems should be reliable and secure, and have adequate, scalable capacity. Business continuity plans should allow for timely recovery of operations and fulfilment of a CCP's obligations.*

Stockholmsbörsens operativa risker ingår i den omfattande analysen av OMX koncernens samtliga risker som sker årligen med uppdatering halvårsvis. Detta görs som en integrerad del av en heltäckande riskanalys enligt den så kallade COSO ERM Framework<sup>23</sup>, som resulterar i en bedömning av olika typer av risker i termer av sannolikhet och konsekvens. Handlingsplaner utarbetas i syfte att minska riskerna. ERM ansatsen skall täcka alla typer av risker, såsom verksamhetsrisker, marknadsrisker, affärsrisker (inkluderar motpartsrelaterade risker), operativa risker, finansiella risker och andra typer av tillgångsrelaterade risker. Riskanalysarbetet är organiserat utifrån OMX koncernens affärsområden, inte legala enheter. Processen koordineras av Group Risk Management & Control och styrs av den så kallade "Enterprise Risk Management policyn" inom OMX koncernen. Risker av större betydelse som upptäcks i granskningen rapporteras vidare till Stockholmsbörsens verkställande ledning. De risker som därvid bedöms vara väsentliga rapporteras även till Stockholmsbörsens styrelse. Granskningen används även som ett stöd till analysen av mängden kapital som behövs för att täcka Stockholmsbörsens operativa risker. För analys av kapitalbehovet används dessutom analys av historiska utfall.

Operativa risker kan även upptäckas utanför dessa kvartalsvis genomgångar, t.ex. i samband med granskningen av nya projekt eller nya produkter. Operativa risker av större betydelse rapporteras till Stockholmsbörsens ledning. De operativa risker som innebär en väsentlig förändring i riskbilden för Stockholmsbörsen rapporteras vidare till Stockholmsbörsens styrelse. Ansvar för rapportering av risker åvilar varje linjefe, men Group Risk Management och Control samordnar och kvalitetskontrollerar rapporteringsprocessen så att all väsentliga operativa risker rapporteras vidare i organisationen.

De tekniska systemen för handel med och clearing av derivat, CLICK och SECUR, tillsammans med systemet för aktiehandel, SAXESS, ligger i fokus för arbetet med operativ risk. Stockholmsbörsen har det yttersta ansvaret för handeln och clearingverksamheten, medan den löpande driften och övervakningen av systemet utförs av affärsområdet OMX Market Technology<sup>24</sup>. Driften av systemet är alltså outsourcad och regleras av ett avtal mellan OMX Market Technology och Stockholmsbörsen, men uppdraget ligger fortfarande inom OMX koncernen.

<sup>22</sup> [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

<sup>23</sup> Comité of Sponsoring Organisation of the Treadway Commission Enterprise Risk Management Framework (COSO, 2003).

<sup>24</sup> Utgjorde före 1 januari 2006 en division benämnd OMX Technology.

■ Avtalet reglerar detaljer avseende:

- systemens omfattning
- servicenivåer
- leverans och ändringsrutiner
- krav på säkerhetsrutiner i drift och utveckling
- agerande vid systemstörningar
- uppföljnings och kontrollrutiner

Avtalet innebär bland annat att teknisk övervakning och support för medlemmarna finns tillgänglig dygnet runt alla dagar i veckan. Stockholmsbörsen följer kontinuerligt upp utfallet av OMX Market Technologys åtaganden gentemot avtalet. Regelbundna avstämnings och uppföljningsmöten hålls mellan parterna.

Stockholmsbörsen har det fulla ansvaret för att systemen uppfyller de funktionella kraven och att servicenivån upprätthålls i enlighet med kraven. Systemägare utsedda inom Stockholmsbörsen ansvarar för att produktion och utveckling av systemen sker i enlighet med uppställda krav samt egna riktlinjer

Driften av Stockholmsbörsens system sker på två identiska separata dataanläggningar som arbetar parallellt. De två dataanläggningar har oberoende infrastruktur och är placerade på två skilda geografiska platser. Alla medlemmar är uppkopplade till båda anläggningar och rekommenderas att använda sig av båda två dataanläggningarna. De är dimensionerade för att klara hela belastningen om så skulle behövas.

Skulle det bli omöjligt för Stockholmsbörsen att driva verksamheten från sitt huvudkontor finns även reservlokaler för det operativa arbetet. Stockholmsbörsen har en incidentorganisation och en kontinuitetsplan. Planen testas regelbundet tillsammans med de clearinghus som Stockholmsbörsen har clearinglänkar till. Bland annat genomförs tester som innebär att fysiskt flytta nödvändig personal från huvudkontoret till reservlokalerna. Målet, som också uppnås i testerna, är att omflyttningen skall ta mellan 45 minuter och en timme och 15 minuter. Deltagarna känner inte till kontinuitetsplaner för det fall då båda dataanläggningar är otillgängliga, exempelvis vid problem relaterade till mjukvaran. Vid driftstop i SECUR applikationen innebär detta att Stockholmsbörsen tillämpar sina reservrutiner och, beroende på den faktiska situationen, lämnar instruktioner till medlemmarna hur de skall agera.

Om clearingapplikationen SECUR är otillgänglig finns en reservplan och riktlinjer för hur Stockholmsbörsen skall agera. Verksamheten för clearing och avveckling har utvecklat en manuell reservrutin vid störningar i datakommunikation och mjukvarurelaterade systemfel. I de fall då kommunikationssystemen inte fungerar kommunicerar Stockholmsbörsen per telefon eller fax. Listor med kontaktpersoner, telefonnummer och faxnummer finns till alla medlemmar. Listan uppdateras löpande.

Det finns dokumenterade och testade reservrutiner för det fall en eller flera stödapplikationer (RIX, SWIFT, VPC och KLINK) inte finns tillgängliga. Policyn för Stockholmsbörsens datasäkerhet baseras på ISO/IEC 17799.

Målet för tillgängligheten i systemet mellan klockan 08:00 och 18:00 är minst 99,90 procent. Under 2006, var systemet tillgängligt 99,98 procent av öppettiden<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Nertid (downtime) syftar på tillgängligheten för handel och mats på handelssystemet CLICK samt de delar av SECUR som tillhandahåller realtidsinformation under mätperioden (handelsdagar 08:00 – 18:00) Således orsakar problem i SECUR under kvällen och nattprocesser inte någon nertid. För detaljerad beskrivning av nertidsbegreppet se FMSA Schedule 4 Service Level Description.

## ■ Överväganden

Analysen av operativa risker utförs för varje affärsområde inom OMX koncernen. Stockholmsbörsen identifierar olika typer av operativa risker och det finns en policy för hur man hanterar operativa risker på koncernnivå. Stockholmsbörsen har en incidentorganisation och en kontinuitetsplan, som testas regelbundet med deltagarna. Operativa risker granskas och rapporteras på halvårsbasis till Stockholmsbörsens verkställande ledning. Stockholmsbörsen arbetar med att testa olika typer av potentiella operativa incidenter med sina deltagare. Under de senaste 12 månaderna var tillgängligheten till systemet 99,98 procent.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 8 är uppfylld.

## Recommendation 9: Money settlements

*A CCP should employ money settlement arrangements that eliminate or strictly limit its settlement bank risks, that is, its credit and liquidity risks from the use of banks to effect money settlements with its participants. Funds transfers to a CCP should be final when effected.*

Kontant avveckling i svenska kronor som utgör mer än 90% av Stockholmsbörsens betalningar sker i Riksbankens RTGS system, RIX. Stockholmsbörsen är en deltagare i systemet.

Sedan Stockholmsbörsens samgående med börserna i Finland och Danmark sker handel och clearing av finska och danska derivat på Stockholmsbörsen. Stockholmsbörsen driver även ett länksamarbete med derivatbörserna i Norge och Storbritannien. Till följd av detta har Stockholmsbörsen även betalningar i norska och danska kronor och euro.

Avvecklingen i danska kronor sker på samma sätt som i Sverige direkt i Danmarks Nationalbanks betalningssystem, KRONOS, där Stockholmsbörsen själv är medlem.

Avvecklingen i norska kronor och euro sker genom Norges banks respektive genom Finlands Banks betalningssystem. Stockholmsbörsen är dock inte själv medlem i dessa system. Istället anlitar Stockholmsbörsen Nordea som likvidbank. Clearingmedlemmarna betalar i NOK till Stockholmsbörsens konto i Nordea i Norge respektive Finland. I de fall där Stockholmsbörsen använder Nordea som likvidbank behöver dock inte deltagarna ha konto i Nordea. Stockholmsbörsen tar en risk på Nordea som likvidbank medan deltagarna inte behöver ta den risken. De medlemmar som deltar i Norges respektive Finlands RTGS system har avveckling i centralbankspengar.

Stockholmsbörsen verifierar löpande att kontantavräkningen sker enligt gällande instruktioner. I RIX och KRONOS bekräftar Stockholmsbörsen att betalningarna är riktiga före avvecklingen. Betalningar och kontobalanser hos Nordea kontrolleras dagligen. Nordea är medlem i de lokala centralbankerna i respektive land och är ett godkänt säkerhetsinstitut i enlighet med Stockholmsbörsens derivatregelverk. Stockholmsbörsen bevakar Nordeas finansiella styrka löpande.

De fyra betalningssystemen som används för Stockholmsbörsens kontantavveckling i svenska, danska och norska kronor samt euro tillhandahåller så kallad "intraday finality", det vill säga möjliggör att betalningsuppdrag avvecklas senast samma dag. Sverige, Danmark, Norge och Finland har alla införlivat Finalitydirektivet. Dessutom har RTGS systemen i alla fyra länder utvärderats i enlighet med

■ CPSS Core Principles for Systematically Important Payment Systems<sup>26</sup> och alla fyra har bedömts uppfylla principen om så kallad "intraday finality".

## Överväganden

Huvuddelen av kontantavvecklingen sker i svenska kronor och danska kronor genom respektive centralbankens betalningssystem, dvs. i centralbanks pengar. Därmed uppfylls rekommendation 9. En mindre del av kontantavvecklingen sker i norska kronor och euro. De deltagare som är medlemmar i centralbankernas betalningssystem får avveckling i centralbankspengar medan Stockholmsbörsen tar en risk på sin likvidbank. Stockholmsbörsen har godkänt likvidbanken enligt standarder för säkerhetsinstitut och bevakar likvidbanken kontinuerligt. Alla relevant betalningssystem har utvärderats och bedöms erbjuda intradagfinalitet.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 9 är uppfylld.

## Recommendation 10: Physical deliveries

*A CCP should clearly state its obligations with respect to physical deliveries. The risks from these obligations should be identified and managed.*

Enligt Stockholmsbörsens derivatregelverk ingår det i Stockholmsbörsens roll som central motpart att leverera och ta emot värdepapper. Reglerna ger en möjlighet för Stockholmsbörsen att fastställa och kräva en avgift av en motpart som inte levererar värdepapper enligt avtal samt ersättning för kostnader som uppkommit i samband med att en motpart inte levererar värdepapper enligt avtal. Reglerna ger av Stockholmsbörsens motparter en möjlighet att kräva en avgift. Enligt praxis tillämpas dock inte de regler som ger rätt att ta ut en avgift för leveransförsening. Vid enstaka tillfällen kan dock en medlem krävas på kostnader som uppstått i samband med leveransförsening.

För att underlätta leverans av värdepapper till sina motparter har Stockholmsbörsen överenskommelser med två finansiella institutioner om värdepapperslån. Alternativt kan Stockholmsbörsen köpa värdepapper, dellevera värdepapper eller vänta med att fullgöra sin leverans för att invänta leverans från den motpart som är skyldig att leverera värdepapper.

Leverans och förvaring av värdepapper sker i dematerialiserad form och administreras av de centrala värdepappersförvararna; VPC i Sverige<sup>27</sup>, VP i Danmark<sup>28</sup>, VPS i Norge<sup>29</sup> respektive APK i Finland<sup>30</sup>. I Sverige, Finland och Danmark är Stockholmsbörsen medlem i respektive avvecklingssystem och skickar och kontrollerar alla värdepappersinstruktioner. Stockholmsbörsen är inte medlem i det norska avvecklingssystemet utan använder Nordea som depå och avvecklingsbank i Norge. Nordea hanterar leveransen till och från clearingmedlemmarna och övervakar alla leveranser. Vid varje dags slut skall det totala saldot på varje värdepapperskonto hos Stockholmsbörsen vara lika med noll.

<sup>26</sup> Core Principles for Systemically Important Payment Systems, januari 2001, CPSS, BIS. Se [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) och [www.imf.org](http://www.imf.org) för IMF:s utvärdering av betalningssystemen i Finland och Norge.

<sup>27</sup> Se utvärderingen av Värdepappersavveckling i Sverige, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

<sup>28</sup> Se utvärderingen av VP, [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

<sup>29</sup> Se utvärderingen av VPS, [www.norgesbank.no](http://www.norgesbank.no)

<sup>30</sup> Se utvärderingen mot ECB User Standards, [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

■ Likvid och leverans sker i enlighet med de rutiner som respektive värdepappersförvarare tillämpar samt enligt aktuell kontraktsspecifikation. Leverans sker alltid enligt principen om leverans mot betalning (DvP). Därmed uppstår inga kreditrisker i avvecklingsprocessen.

Den huvudsakliga risk som kvarstår är ersättningskostnadsrisken. Ersättningskostnadsrisker motsvarar den kostnad som kan uppstå om en part till en transaktion inte fullgör sina skyldigheter och den andra parten därför själv måste införskaffa ett specifikt värdepapper för att kunna fullgöra sina skyldigheter. När det gäller Stockholmsbörsen är ersättningskostnadsrisk för optioner skillnaden mellan derivatkontraktets lösenpris jämfört med det underliggande värdepapprets marknadspris och för terminer skillnaden mellan terminens pris och det underliggande värdepapprets marknadspris. Storleken på prisrörelsen avgör hur stor risken är. Detta betyder att Stockholmsbörsen kan sakna säkerhet för en motpart som är försenad i sin skyldighet att leverera aktier. Stockholmsbörsen hanterar denna risk på samma sätt som de öppna exponeringar som uppkommer övernatt i den övriga clearingverksamheten dvs. genom motpartslimit och täckning med clearingkapital.

### Överväganden

Stockholmsbörsens derivatregelverk innehåller tydliga regler för hur leverans av värdepapper genomförs. Stockholmsbörsens regelverk reglerar även hur Stockholmsbörsen kan agera vid försenad leverans. Eftersom leveransen av värdepapper administreras av en värdepapperscentral enligt principen om leverans mot betalning (DvP) uppstår inga kreditrisker i avvecklingsprocessen. Det kan dock finnas ersättningskostnadsrisker i de fall en motpart inte kan fullgöra sina skyldigheter att leverera aktier. För att underlätta leverans av värdepapper till sina motparter har Stockholmsbörsen överenskommelser med två finansiella institutioner om värdepapperslån.

### Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 10 är uppfylld.

### Recommendation 11: Risks in links between CCPs

*CCPs that establish links either cross border or domestically to clear trades should evaluate the potential sources of risks that can arise, and ensure that the risks are managed prudently on an ongoing basis. There should be a framework for cooperation and coordination between the relevant regulators and overseers.*

I december 2006 hade Stockholmsbörsen två länkar till andra börser med respektive centrala motparter. Länkarna möjliggör gränsöverskridande handel och central motpartsclearing. De två börser och clearinghus som Stockholmsbörsen hade länkar med var:

- EDX London Exchange och LCH.Clearnet Ltd.
- Oslo Börs och NOS Clearing ASA

Genom länken med LCH.Clearnet erbjuds deltagare i börserna EDX London Exchange, Oslo Börs och Stockholmsbörsen att handla nordiska derivat med varandra. Länken lyder under brittiskt lag. Genom

■ länken med Oslo Börs erbjuder Stockholmsbörsens deltagare att handla derivat listade på Oslo Börs och vice versa.<sup>31</sup> Länken lyder under norsk lag.

Båda länkarna är utformade så att exponeringen som en deltagare erhåller genom att handla derivat på en länkad handelsplats övertas av clearinghuset där denne är deltagare. Detta innebär att de clearinghus som ingår i länkarna endast får exponeringar mot sina egna deltagare och att deltagarna endast får exponeringar mot det egna clearinghuset. Clearinghusen har i sin tur exponeringar mot varandra. Således har t.ex. Stockholmsbörsen en exponering till varje länkat clearinghus motsvarande nettoexponeringen av Stockholmsbörsens deltagare.

Oslo Börs har en länk till EDX London Exchange men NOS, Oslo Börs:s clearinghus, har inte ett länkavtal med LCH.Clearnet. Detta innebär att deltagare på Oslo Börs kan handla med deltagare på EDX London Exchange, men att NOS inte kan säkerställa de resulterande exponeringarna direkt. Därför agerar Stockholmsbörsen som hub i länksamarbetet vilket innebär att Oslo Börs lägger samman dessa exponeringar med sina deltagares exponeringar mot Stockholmsbörsen och säkerställer nettot gentemot Stockholmsbörsen. Stockholmsbörsen säkerställer i sin tur sina deltagare och NOS:s deltagares netto gentemot LCH.Clearnet.

I länkvärdalen specificeras hur clearinghusen ska säkerställa sina exponeringar mot varandra. Marginalsäkerhetskravet är något lägre för ett clearinghus än för en vanlig clearingmedlem med samma exponering. Dessutom har Stockholmsbörsen och varje länkat clearinghus specificerat vilken rättsordning och vilket regelverk, som tillämpas i de olika handels och clearingmomenten.

För varje länk har Stockholmsbörsen genomfört en omsorgsfull undersökning (due diligence) som innefattar historik, organisation, ledningen, risk hanteringen, treasury funktionen, clearing, säkerhetsberäkningar och hantering, stress testing, it verksamhet, legal grund, kontroll funktioner. Dessutom har Stockholmsbörsen analyserat de olika risker som kan uppstå som resultat av länken, bland annat legala risker, operativa risker, kreditrisker och likviditetsrisker. När länken är på plats pågår en bevakning av varje länkat clearinghus.

Finansinspektionen har ett etablerat tillsynssamarbete med sina motsvarigheter i Norge och Storbritannien.

## Överväganden

Stockholmsbörsen har analyserat vilka risker som kan uppstå som resultat av sina länkar och har tagit hänsyn till dessa i sin riskhanteringsplan. De lagar och avtal som reglerar de olika länkarna mellan clearinghusen finns specificerade och är enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning tillräckliga. Finansinspektionen har ett etablerat tillsynssamarbete med sina motsvarigheter i de länder, vars börser Stockholmsbörsen har länkar till.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 11 är uppfylld.

---

<sup>31</sup> De fraktderivat som clearas i NOS clearing ingår inte i länkvärdalen.



## ■ Recommendation 12: Efficiency

*While maintaining safe and secure operations, CCPs should be cost effective in meeting the requirements of participants.*

Senast Stockholmsbörsen gjorde en formell kostnadsjämförelse per kontrakt var år 2002. Då var kostnaden per kontrakt högre på Stockholmsbörsen än hos dess utländska konkurrenter. Kostnaden per kontrakt var SEK 4,9 för Stockholmsbörsen, SEK 4,4 för LCH Clearnet och SEK 3,3 för Eurex. Sedan dess har Stockholmsbörsen jämfört sina priser med andra CCPer men drar inga slutsatser från dessa jämförelser eftersom skillnader i exempelvis kapitalisering och riskhantering påverkar kostnaderna på olika sätt. Stockholmsbörsens kostnad per kontrakt år 2006 var SEK 2,53. Att Stockholmsbörsen har minskat kostnaden per kontrakt sedan 2002 förklaras av rationaliseringar till följd av integrering av danska och finska derivat i Stockholmsbörsen, kostnadsbesparningar inom Stockholmsbörsen samt volymökningar.

Förutom kostnadsjämförelser gör Stockholmsbörsen även andra kostnads- och effektivitetsstudier. Under 2005 resulterade dessa studier i en omorganisation och kostnadsbesparande åtgärder.

Prisjämförelser är svårare att genomföra. Medlemmar möter ett antal olika kostnader förknippade med derivatclearing. Bland dessa återfinns medlemsavgifter för såväl derivatbörsen som clearinghus, avgifter per transaktion, kostnader förknippade med ställande av marginalsäkerheter och kostnader förknippade med att uppnå de krav på organisation, kompetens och teknisk utrustning som Stockholmsbörsen ställer på sina medlemmar.

Även om Stockholmsbörsen är den enda centrala motparten på den svenska marknaden möter den en viss konkurrens. Konkurrens uppstår genom att deltagare kan välja att handla vissa produkter OTC i stället för över derivatbörsen och därmed inte använda sig av ett clearinghus överhuvudtaget. Dessutom finns produkter, t.ex. warranter, som är substitut för de derivatprodukter som handlas på Stockholmsbörsen. Det finns inget som hindrar att andra derivatbörser kan erbjuda handel i samma kontrakt som Stockholmsbörsen om det förefaller lönsamt. Som indikation för att det finns en viss konkurrens kan det noteras att Stockholmsbörsen har sänkt priserna på specifika produkter under de senaste tre åren. I januari 2006 har Stockholmsbörsen sänkt avgifterna för vissa kundsegment avseende handel i främst svenska aktieoptioner.

Stockholmsbörsen genomför regelbundet två kundenkäter. Den ena är riktad till medlemmar och undersöker hur nöjda de är med tjänsterna. I den enkäten lade Stockholmsbörsen år 2004 till frågor om clearingtjänsterna. Den första undersökningen genomfördes år 2001 och uppföljande arbete gjordes år 2004, 2005 och 2006. Den andra enkäten undersöker olika intressenters förtroende för Stockholmsbörsen där den första genomfördes 2002. Från och med år 2006 inarbetades dessa frågor i kundenkäten så ingen extra förtroendeundersökning kommer att genomföras i framtiden. Kunderna som deltog i Stockholmsbörsens kundenkät för 2006 var nöjda med Stockholmsbörsens clearing, handel och riskhantering. En sådan undersökning ska genomföras årligen. Medlemmar ska också ges möjlighet att i större grupper diskutera frågorna i enkäten.

Dessutom håller Stockholmsbörsen medlemsmöten om clearingfrågor. De grupper som Stockholmsbörsen träffar regelbundet beskrivs i rekommendation 13.

Under våren 2004 intervjuade Riksbanken ett urval av clearingkunderna, vilka uppgav sig vara nöjda med Stockholmsbörsens clearingtjänster. Enligt de intervjuade var Stockholmsbörsens rutiner goda, datasystemen pålitliga och de dagliga kontakterna välfungerande. De framförde dock önskemål om bättre återkoppling från Stockholmsbörsen angående deltagarnas förslag till förändringar. Stockholmsbörsen har meddelat att deltagarnas förslag och åtföljande diskussion numera finns återrapporerad i minnesanteckningar från medlemsmötena.

Stockholmsbörsen följer regelbundet upp tillgängligheten i sitt system. Under 2006 var tillgängligheten 99,98%. Detta beskrivs i rekommendation 8.

## ■ Överväganden

Stockholmsbörsen analyserar sin kostnadsutveckling och arbetar med kostnadsnedskärningar. Det är svårt att göra prisjämförelser mellan olika centrala motparter beroende på att tjänsterna hos dessa skiljer sig åt. Den konkurrens som förekommer har tryckt priserna nedåt.

Stockholmsbörsen följer upp hur nöjda kunderna är med dess tjänster i en enkät.

Tillgänglighet i Stockholmsbörsens system är hög och Stockholmsbörsen följer upp den regelbundet.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 12 är uppfylld.

## Recommendation 13: Governance

*Governance arrangements for a CCP should be clear and transparent to fulfil public interest requirements and to support the objectives of owners and participants. In particular, they should promote the effectiveness of a CCP's risk management procedures.*

I denna rekommendation behandlas företagets organisation, styrning och organisation för riskhantering. Stockholmsbörsen är ett dotterbolag inom OMX koncernen. I koncernens legala organisation är Stockholmsbörsen AB ett dotterbolag till OMX Exchanges Oy, som i sin tur är dotterbolag till börsnoterade OMX AB. Derivatverksamheten bedrivs inom OMX Derivatives Markets, som är en bifirma till Stockholmsbörsen AB.

Styrelsen i OMX Exchanges Oy är densamma som i Stockholmsbörsen.<sup>32</sup> Stockholmsbörsens styrelse är ytterst ansvarig för beslut rörande Stockholmsbörsen medan OMX AB:s styrelse är ansvarig för riktlinjer för policybeslut. OMX AB har etablerat riktlinjer för hur ansvaret mellan dess olika dotterbolag ska fördelas och även en policy för beslutsfattande. Sammansättning av Stockholmsbörsens styrelse bestäms av dess ägare (OMX AB). Finansinspektionen genomför en lämplighetsprövning av styrelsens medlemmar. Lämplighetskraven innebär bland annat att styrelsen sammantaget skall ha tillräcklig erfarenhet av de finansiella marknaderna. Stockholmsbörsens styrelse har gjort en klar beskrivning av de beslut som de har delegerat till Stockholmsbörsens VD och dennes ansvar och befogenheter.

Stockholmsbörsen arbetar med två grupperingar av marknadsdeltagare för att få in synpunkter på Stockholmsbörsens clearingtjänst. Den ena är Derivatmarknads kommittén, som främst fokuserar på handelsrelaterade frågor, och den andra är Clearinggruppen, som fokuserar på rena clearingfrågor.

Chefen för Stockholmsbörsens riskhanteringsavdelning rapporterar direkt till chefen för OMX Derivatives Markets men har även specifika skyldigheter att rapportera risker direkt till Stockholmsbörsens VD samt till Stockholmsbörsens styrelse. Till varje styrelsemöte förbereds en riskrapport som innehåller bl. a. information om motpartsrisiker, marknadsrisiker och viktiga beslut rörande riskhantering.

OMX AB har klara mål för sin verksamhet. OMX:s övergripande strategi är att genom den egna erfarenheten erbjuda effektiva värdepapperstransaktioner. Visionen är att bli världsledande vad gäller att effektivisera värdepappershandeln.

---

<sup>32</sup> 1 januari 2006 omorganiserades Stockholmsbörsen.

■ På en koncernnivå är OMX mål att:

- Utveckla och dra fördel av OMX ställning inom börsindustrin som ägare av börser och leverantör av teknologi till börser
- Utveckla Nordic Exchange som en av de mest attraktiva börserna i Europa.
- Stärka OMX ledande position inom tekniska lösningar för börser, clearingorganisationer och värdepappersavveckling.

Av 8 kap 1§ *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet* framgår: "En clearing organisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. En clearingorganisation skall tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med verksamheten."

Information om Stockholmsbörsens organisation och styrelse finns på OMX AB:s hemsida, men det är svårt att utläsa vad som gäller för just Stockholmsbörsen eftersom informationen är fokuserad på OMX koncernen och OMX AB. Viktiga styrelsebeslut offentliggörs via pressmeddelanden och allmän information om Stockholmsbörsen AB finns tillgänglig genom t ex Bolagsverket.

## Överväganden

Ansvarsfördelningen och rutinerna som utgör Stockholmsbörsens bolagsstyrning är klara och välfungerande. Den offentliga informationen om Stockholmsbörsens egen styrning är svårt att utläsa eftersom informationen är fokuserad på OMX koncernen och OMX AB. Riskhanteringsavdelningen har även specifika skyldigheter att rapportera risker direkt till Stockholmsbörsens VD och styrelse. Stockholmsbörsens mål och måluppfyllelse, som är ett delmål till OMX koncernens mål, finns återrapporterade i årsredovisningen.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 13 är uppfylld.

## Recommendation 14: Transparency

*A CCP should provide market participants with sufficient information for them to identify and evaluate accurately the risks and costs associated with using its services.*

Stockholmsbörsen lämnar ut följande information på Internet:

- Stockholmsbörsens derivatregelverk
- Information om det legala stödet för clearing
- Kostnader förknippade med clearing
- Statistik över transaktionsvolymerna i derivathandeln, både i form av omsättning och antalet utestående kontrakt
- En del information om Stockholmsbörsens bolagsstyrning kan utläsas från den information som finns för OMX Exchanges

OMX The Nordic Exchange hemsida är uppdelad på Nordic Market, Baltic Market och First North. Under rubriken Nordic Market finns en direkt hänvisning till Derivatives market.

Stockholmsbörsens derivatregelverk stödjer de viktiga momenten i derivatclearingen. Den ger besked om och när Stockholmsbörsen åtar sig motpartsrisiker, rättigheter och skyldigheter för Stockholmsbörsen och deltagare i en konkurssituation, riskhanteringspolicy och säkerhetspolicy. Rekommendation 1 om legal risk innehåller en utförligare beskrivning av derivatregelverket.

Stockholmsbörsen lämnar ut information om sin verksamhet, riskhanteringsfunktionens organisation och verksamhet, konkurshantering, konkurshistoriken och sina rutiner för att hantera marginalsäkerheter. I publikationen *OMX Derivatives Market as Counterparty* lämnar Stockholmsbörsen en tydlig översikt av sin verksamhet på ett enklare sätt än i derivatregelverket. Den innehåller bl.a. en beskrivning av deltagarnas rättigheter och skyldigheter gentemot Stockholmsbörsen samt Stockholmsbörsens riskhantering.

Stockholmsbörsen gör sitt åtagande som central motpart tydligt i sin information, både på Internet och i *OMX Derivatives Market as Counterparty*. På Internet framgår att "Som central motpart åtar sig OMX Derivatives Markets att agera legal motpart i alla transaktioner och därmed garantera fullföljandet av transaktionen oavsett om någon motpart skulle hamna i betalnings eller leveranssvårigheter". Begränsningar i Stockholmsbörsens åtagande att leverera värdepapper på utsatt dag finns dock endast i regelverket.

Informationen kunde med fördel kompletteras med aktuell statistik över storleken på Stockholmsbörsens åtagande, såsom värdet på de säkerheter som har pantsatts till Stockholmsbörsen. Dessutom finns det ingen aktuell statistik över tillgängligheten i Stockholmsbörsens system.

All information som publiceras på Internet finns på engelska. Dessutom finns merparten av informationen på svenska, danska och finska. Publikationen *OMX Derivatives Market as Counterparty* finns enbart på engelska.

## Överväganden

Enligt Riksbankens och Finansinspektionens bedömning kräver rekommendation 14 att såväl Stockholmsbörsens existerande deltagare som potentiella deltagare skall få den information som krävs för att bedöma de risker och kostnader som är förknippade med användning av den centrala motparten. Informationen som krävs för att uppfylla denna rekommendation skall därför vara lättillgänglig. Eftersom Stockholmsbörsen bedriver slutkundsclearing är informationskravet ännu strängare då även slutkunder, som inte är professionella finansiella aktörer, skall kunna tillgodogöra sig Stockholmsbörsens information. Informationen måste därför vara tydlig, enkel att förstå och lättillgänglig.

Stockholmsbörsen ger sina deltagare i allt väsentligt den information som de behöver för att bedöma de risker och kostnader som är förknippade med Stockholmsbörsens derivatclearing.

- Publikationen *OMX Derivatives Market as Counterparty* ger tydlig information om Stockholmsbörsens verksamhet och motsvarar den grad av tydlighet som Riksbanken och Finansinspektionen anser är lämplig.
- Stockholmsbörsen publicerar svaren på frågorna i *Recommendations for Central Counterparties*, som är utgiven av Committee for Payment and Settlement Systems (CPSS) and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) i november 2004.
- Riksbanken och Finansinspektionen publicerar sin utvärdering av Stockholmsbörsens CCP verksamheten.

■ All information finns tillgänglig på Internet i enlighet med Rekommendation 14 .

Ett förtydligande av Stockholmsbörsens beskrivning av sitt åtagande för värdepappersleverans så att den återspeglar undantagen som finns i regelverket är dock önskvärd. Detta bör finnas i *OMX Derivatives Market as Counterparty* och annan publik information.

Dessutom saknas statistik över storleken på Stockholmsbörsens åtaganden och tillgänglighetsstatistik.

## Bedömning

Riksbanken och Finansinspektionen bedömer att rekommendation 14 är uppfylld.

## Kommentar

Riksbanken och Finansinspektionen anser att Stockholmsbörsen har förbättrat sin informationsgivning på Internet, bl.a. genom den nya hemsidan som är betydligt tydligare och erbjuder en klar beskrivning av Stockholmsbörsens organisatoriska position i OMX koncernen. Stockholmsbörsen bör dock publicera kvartalsvis statistik över värdet på de säkerheter som har pantsatts till Stockholmsbörsen samt publicera tillgänglighetsstatistik och hur tillgängligheten ser ut relaterat till tillgänglighetsmålet. Dessutom borde beskrivningen av Stockholmsbörsens åtaganden för värdepappersleverans förtydligas i *OMX Derivatives Market as Counterparty* och annan publik information.

## Recommendation 15: Regulation and oversight

*A CCP should be subject to transparent and effective regulation and oversight. In both a domestic and international context, central banks and securities regulators should cooperate with each other and with other relevant authorities.*

Riksbanken och Finansinspektionen redogör i denna utvärdering var för sig för det arbete som bedrivs för tillsyn och övervakning i relation till de krav rekommendationen ställer. Syftet är att möjliggöra för läsaren att själv göra en bedömning om rekommendationen är uppfylld. Riksbanken och Finansinspektionen avstår dock från att själva bedöma sitt eget arbete. De svenska myndigheternas tillsyns och övervakningsarbete utvärderades senast vid IMF:s Financial Sector Assessment (FSAP) av Sverige 2002. Då bedömde IMF att kraven var delvis uppfyllda av de svenska myndigheterna. I sina överväganden argumenterade IMF för att tillsynen behövde utvecklas och att Riksbankens brist på legala påtryckningsmedel utgjorde en svaghet i övervakning. Dessutom påpekade IMF att de svenska myndigheterna måste utarbeta och publicera en överenskommelse om samarbete som bl. a. klargör gränsdragningen mellan myndigheternas ansvarsområden och rutinerna för utbyte av information.

## Finansinspektionen

### *Reglering och tillsyn*

För att bedriva clearingverksamhet krävs tillstånd enligt *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*. Stockholmsbörsen har fått ett sådant tillstånd av Finansinspektionen, som också

utövar tillsyn. För sin tillsyn har Finansinspektionen rätt att begära in den information man behöver från såväl Stockholmsbörsen som någon annan. Finansinspektionen har också rätt att genomföra undersökningar på plats. Uppfyller inte Stockholmsbörsen de krav som gäller för att bedriva clearingverksamhet har Finansinspektionen rätt att återkalla tillståndet, vilket innebär att verksamheten måste upphöra. Finansinspektionens befogenheter framgår av *lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*, *lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument* och *lagen (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden*. Regleringen omfattar utöver det företag som fått tillstånd till clearingverksamhet även clearingdeltagarna.<sup>33</sup>

Tillsynen av börs och clearingorganisationer utövas löpande primärt av en tillsynsgrupp om tre personer inom avdelningen för Marknadstillsyn. Tillståndsärenden och stöd i juridiska frågor hanteras av Rättsavdelningen, som har två jurister specialiserade inom börs och clearing. Frågor om tillsyn och analyser av särskilda riskområden hanteras av avdelningen för Stabilitetstillsyns riskanalysenheter, som gör undersökningar utifrån aktuell tillsynsplan.

### *Mål för tillsynen*

Finansinspektionen är en myndighet med ansvar för tillsynen över finansiella marknader, marknadsplatser och finansiella företag. De övergripande målen är att bidra till det finansiella systemets stabilitet och effektivitet samt att verka för ett gott konsumentskydd. För att uppnå dessa mål utformar Finansinspektionen regler för finansiell verksamhet, lämnar tillstånd, utövar tillsyn och analyserar omvärldsförändringar. Företag under Finansinspektionens tillsyn inbegriper bland annat banker och övriga kreditinstitut, värdepappersbolag, fondföretag, börser, clearingorganisationer och försäkringsbolag.

I den finansiella sektorn är riskerna inte jämnt fördelade eftersom företag under Finansinspektionens tillsyn är av olika storlek och typ. Finansinspektionen tillämpar därför en tillsynsstrategi där riskbedömningen görs i två steg.

- Först kategoriseras de finansiella företagen efter vilken betydelse de har på den finansiella marknaden. Både verksamhetens inriktning och verksamhetens omfattning beaktas.
- Sedan bedöms sannolikheten för att störningar ska inträffa i företagen och hänsyn tas till bl.a. spridningsriskerna. Därefter delas företagen in i fyra olika kategorier som utgår från storlek och verksamhetsinnehåll. Finansinspektionens bedömning av eventuella akuta problem, eller mer långsiktiga risker för störningar, avgör därefter intensiteten i tillsynen, och vilka analyser och tillsynsåtgärder som ska göras.

De mest prioriterade företagen är för närvarande de fyra stora bankkoncernerna samt Stockholmsbörsen och VPC. Dessa bedöms var och en ha en betydande påverkan på den finansiella marknaden och blir därför föremål för mer omfattande undersökningar och tillsynsåtgärder.

Finansinspektionens övergripande mål och verksamhetsinriktning framgår av bland annat årsredovisningen och verksamhetsinriktningsdokumentet. Dessa och andra dokument finns tillgängliga på hemsidan ([www.fi.se](http://www.fi.se)). På hemsidan återfinns också olika tillsynsrapporter, till exempel den årliga rapporten över finanssektorns stabilitet. I rapporten "Clearing och avvecklingsrisker" (FI Dnr 02 3436 000) beskrivs avvecklingsriskerna i systemviktiga institut, hur tillsynen av dessa bedrivs och hur den bör bedrivas i framtiden för att garantera att regelverk och i internationella standarder uppställda krav uppfylls. Vidare diskuteras rollfördelningen mellan Finansinspektionen och Riksbanken.

<sup>33</sup> För de deltagare som ska delta i clearingverksamheten för annans räkning, krävs att de antingen är finansiella institut under Finansinspektionens tillsyn eller utländska företag under motsvarande tillsyn i sitt hemland. Clearingdeltagare som enbart ska delta i clearingverksamheten för egen räkning och inte står under FI:s tillsyn eller motsvarande tillsyn i sitt hemland är skyldiga att, på FI:s begäran lämna uppgifter om förhållanden som rör deltagandet i clearingverksamheten.

### *Löpande rapportering till myndigheten*

Finansinspektionen träffar regelbundet representanter från Stockholmsbörsen för att gå igenom samtliga förändringar i verksamheten i enlighet med en fast agenda som omfattar bland annat förändringar i produkter och tjänster, organisation, system och regelverk. Stockholmsbörsen rapporterar kvartalsvis finansiell information till FI. För väsentliga händelser, till exempel att Stockholmsbörsen inte kan uppfylla sina åtaganden mot kunder eller fel i tekniska system, finns en rapporteringsskyldighet enligt Finansinspektionens allmänna råd. Rapporteringsskyldigheten för outsourcad verksamhet åligger Stockholmsbörsen. En förutsättning för outsourcing är att Finansinspektionen genom Stockholmsbörsen har full insyn.

### *Samarbete med utländska myndigheter*

Finansinspektionen har träffat en särskild överenskommelse med de finländska och danska tillsynsmyndigheterna, Rahoitustarkastus och Finanstilsynet, om samarbete i tillsynen av börs och clearingverksamheterna inom OMX koncernen. Målet med samarbetet är att säkerställa en effektiv och heltäckande tillsyn. Myndigheterna träffas regelbundet för utbyte av information, samråder i gränsöverskridande frågor samt gör gemensamma undersökningar. Finansinspektionen har även ett samarbete med sin motsvarighet i Storbritannien för att bedriva tillsyn över länken mellan Stockholmsbörsen och LCH.Clearnet.

### **Riksbanken**

Det är i sin funktion som central motpart för derivatinstrument som Stockholmsbörsen är av betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet och därmed för Riksbankens övervakningsarbete.

### *Övervakning*

Grunden för Riksbankens övervakningsroll återfinns i Riksbankslagen<sup>34</sup>, enligt vilken Riksbanken ansvarar för främjandet av ett säkert och effektivt betalningsväsende samt för att tillhandahålla likviditet i form av krediter på särskilda villkor, så kallade nödkrediter. Riksbankslagen ger också Riksbanken rätt att från instituten begära in sådan information som Riksbanken bedömer som nödvändig i övervakningsarbetet.

Riksbanken har bedömt att Stockholmsbörsen är systemviktig i sin roll som central motpart i derivatclearingen trots att de värden som hanteras är relativt låga. Den bedömningen baseras på att de motpartsrisker som parterna i en transaktion skulle ha haft mot varandra, i samband med clearing istället övertas av Stockholmsbörsen då den inträder som central motpart. Det finns därmed en risk att störningar hos Stockholmsbörsen sprids till andra institut och andra delar av betalningssystemet. Alla derivat som handlas på Stockholmsbörsen clearas automatiskt i Stockholmsbörsens system. De som handlar med dessa derivat har därför inget alternativ, utan måste använda sig av Stockholmsbörsens centrala motpartstjänst. Som ett led i övervakningen av den finansiella infrastrukturen utvärderar Riksbanken därför årligen Stockholmsbörsens verksamhet som central motpart i derivatclearingen enligt CPSS IOSCO:s internationella standarder, *Recommendations for Central counterparties*.

På Riksbanken arbetar Enheten för finansiell infrastruktur under Avdelningen för finansiell stabilitet med övervakningen av den finansiella infrastrukturen. Inom enheten arbetar sammanlagt 11 personer

---

<sup>34</sup> Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank

■ varav tre arbetar med clearing och avvecklingsfrågor. Dessutom finns specialistkompetens inom områdena risk management, juridik och IT teknik att tillgå inom avdelningen.

### *Mål för övervakningen*

Baserat på det ansvar som framgår av Riksbankslagen har Riksbanken identifierat två övergripande mål för sitt arbete med finansiell stabilitet. Riksbanken ska arbeta för att minska risken för att en kris i det finansiella systemet i Sverige uppstår och därmed risken för att behöva bistå instituten med nödkrediter. Om en kris trots allt inträffar, ska Riksbanken också ha förmåga att hantera krisen till så låg kostnad för samhället som möjligt, det vill säga ha en tillfredställande krishanteringsförmåga.

Riksbankens övervakning av den systemviktiga finansiella infrastrukturen utgör en central del i arbetet med att minska risken för en finansiell kris. Till grund för denna övervakning ligger en analys av de risker som uppstår i clearing och avveckling av betalningar och värdepapperstransaktioner. I övervakningsarbetet identifierar Riksbanken i vilken utsträckning sådana risker har hanterats genom marknadspraxis eller genom utformningen av regler och rutiner eller de tekniska systemen. Om Riksbanken identifierar en brist i riskhanteringen, försöker Riksbanken initiera en förändring eller en utredning av vilka åtgärder som bör vidtas. Riksbanken har dock ingen rättslig möjlighet att kräva åtgärder av marknadsaktörerna. Riksbanken försöker istället förmå aktörerna att agera genom så kallad "moral suasion". Ett uttryck för detta är publiceringen av resultaten av övervakningsarbetet i Riksbankens rapport *Finansiell stabilitet*.

Övervakningen av Stockholmsbörsen följer det ovan beskrivna mönstret. Syftet med Riksbankens arbete är att se till att Stockholmsbörsen har en sund hantering av motpartsriskerna, tillförlitliga finansiella resurser samt rutiner som minimerar avvecklingsriskerna. Att utvärdera Stockholmsbörsens centrala motpartsroll mot CPSS IOSCO:s *Recommendations for Central Counterparties* utgör en betydande del av Riksbankens övervakningsarbete. Om risker eller effektivitetsförluster identifieras, påtalas dessa i syfte att få till stånd en förändring.

Riksbanken publicerade en allmän beskrivning av sin roll 1995<sup>35</sup>. En presentation av Riksbankens syn på sitt uppdrag publicerades 1997<sup>36</sup> och en beskrivning av Riksbankens roll som övervakare publicerades 2001<sup>37</sup>. Såväl dessa publikationer som tal och remissvar som rör de finansiella marknaderna finns tillgängliga på Riksbankens hemsida på Internet. Resultatet av Riksbankens arbete med övervakningen av Stockholmsbörsen sammanställs dessutom årligen i rapporten *Finansiell stabilitet*. Den fullständiga utvärderingen av Stockholmsbörsen finns också tillgänglig på Riksbankens hemsida.

### *Insamling av information*

Riksbanken har enligt Riksbankslagen rätt att erhålla all den information Riksbanken anser nödvändig för att fullgöra sitt uppdrag. För att inhämta informationen använder sig Riksbanken av ett antal informationskanaler. Dessa inkluderar:

- Kvartalsmöten, där representanter från Riksbanken träffar representanter från Stockholmsbörsen för att diskutera Stockholmsbörsens verksamhet som central motpart. Dessa möten fokuserar på Stockholmsbörsens verksamhet, systemdrift och riskhantering.
- Stockholmsbörsens tillgänglighet i RIX systemet. Eftersom Stockholmsbörsens betalningsavveckling sker i Riksbankens betalningssystem, RIX, kan systemets tekniska robusthet analyseras utifrån tillgängligheten i RIX.

<sup>35</sup> *Finansmarknadsrapport 1995:1*

<sup>36</sup> *Finansmarknadsrapport 1997:1*

<sup>37</sup> Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorf, *Riksbankens roll som övervakare i den finansiella infrastrukturen, Penning och valutapolitik 2001:3*



- • Den årliga utvärdering av Stockholmsbörsen som central motpart enligt internationella standarder medför att Stockholmsbörsen årligen uppdaterar den information som tillhandhålls Riksbanken för detta ändamål.

Inom ramen för sitt internationella arbete deltar Riksbanken också aktivt i insamling av information och statistik för olika ändamål.

### **Samarbetet mellan Riksbanken och Finansinspektionen**

År 2003 träffade Riksbanken och Finansinspektionen en överenskommelse om samarbete i frågor rörande finansiell stabilitet. År 2005 reviderades överenskommelsen bland annat för att även omfatta Finansdepartementet. Myndigheterna har genom överenskommelsen enats om riktlinjer för samråd och informationsutbyte i arbetet med finansiell stabilitet och krishantering.

Hösten 2005 beslutade Riksbanken och Finansinspektionen att utvidga sitt samarbete till att också omfatta en gemensam utvärdering av clearing och avvecklingssystem. Myndigheternas samarbete har därför fördjupats genom bl.a. mer omfattande utbyte av såväl information som arbetsmetoder. Riksbanken och Finansinspektionen är dock överens om att samarbetet kan förbättras ytterligare för att effektivisera både övervakningen och tillsynen. Myndigheterna bör dessutom tydligare förklara för instituten hur detta samarbete är utformat.

## ■ Källor

### Lagar

*Direktiv 98/26/EG om slutgiltig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper*

*Direktivet 2002/47/EG om ställande av finansiell säkerhet*

*Konkurslagen (1987:672)*

*Förmånsrättslagen (1970:979)*

*Lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet*

*Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument*

*Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank*

*Lag (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden.*

### Dokumentation

Börsmedelände "Derivat – Revisions in the clearing capital structure of Stockholm Stock Exchange", 2005 06 30 ([www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen))

Clearing och avvecklingsrisker, Finansinspektionen rapport 24 oktober 2002 (Dnr 02-3436-000)

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Central Counterparties*, BIS, November 2004

Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, BIS, November 2001

Committee on Payment and Settlement Systems, *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, BIS, januari 2001

Committee of Sponsoring of the Treadway Commission Enterprise Risk Management Framework (COSO), 2003

*Finansiell Stabilitet 2002:2*, Sveriges riksbank

*Finansmarknadsrapport 1995:1*

*Finansmarknadsrapport 1997:1*

Förändringar i Stockholmsbörsens AB kapital, FI Dnr 05 4101 320, 2005 06 29

Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorf, *Riksbankens roll som övervakare i den finansiella infrastrukturen*, Penning och valutapolitik 2001:3

*OMX Årsredovisning 2005*

*OMX Derivatives Market as Counterparty 2006* ([www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen))

*Stockholmsbörsens derivatregelverk* ([www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen)) per 050930

Stockholmsbörsens svar på Riksbankens frågor, som är publicerade på [www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen)

■ Övriga källor

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)

[www.omxgroup.com/stockholmsborsen](http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen)