



**FINANSINSPEKTIONEN**

# Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden

---

**10 MARS 2016**





## INNEHÅLL

---

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>3</b>
Nya krav på transparens på räntemarknaden	3
Nya regler och sanktioner	3
Centrala motparter och clearing	4
<b>FI OCH VÄRDEPAPPERSMARKNADEN</b>	<b>5</b>
Målsättningen för FI:s arbete på värdepappersmarknaden	5
Utvecklingen på värdepappersmarknaden	8
<b>TILLSYN OCH REGLERING AV VÄRDEPAPPERSMARKNADEN</b>	<b>15</b>
Nya krav på transparens i räntemarknaden	15
Nya regler och sanktioner	20
Centrala motparter och clearing	23
<b>ORDLISTA</b>	<b>28</b>

## Sammanfattning

Målsättningen med Finansinspektionens (FI) tillsyn över värdepappersmarknaden är att arbeta för en stabil och välfungerande marknad som erbjuder ett högt skydd åt konsumenter. FI ger för andra året i rad ut sin rapport Tillsynen över värdepappersmarknaden. I rapporten diskuterar FI frågor som bedöms vara aktuella. FI ger även i rapporten en bild av utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden under det gångna året. Rapporten fokuserar på centrala delar av den svenska marknaden som just nu är föremål för reglerings- eller tillsynsåtgärder; det nya Mifid-regelverkets krav på transparens på räntemarknaden, nya regler för handeln som avser råvaruderivat, högfrequenshandel och marknadsmissbruk. I rapporten diskuteras även regelverket kring central motpartsclearing och tillsynen av centrala motparter.

### NYA KRAV PÅ TRANSPARENS PÅ RÄNTEMARKNADEN

År 2014 beslutade EU om nya harmoniserade regler för den europeiska värdepappersmarknaden, det så kallade Mifid-regelverket, vars övergripande syfte är att skapa förutsättningar för mer effektiva marknader.<sup>1</sup> En målsättning med regelverket är att öka transparensen på räntemarknaden. Hög transparens är generellt positivt för de finansiella marknaderna. Det kan leda till minskade informationsgap och därmed till ett ökat skydd för investerare. Ökad transparens kan också föra med sig fördelar såsom förbättrad konkurrens på marknaden. Samtidigt kan det inte uteslutas att högre transparens innebär risker, exempelvis beroende på den underliggande marknaden och dess grad av mognad. Det finns en oro bland marknadsaktörer för att de nya reglerna om ökad transparens ska få en negativ påverkan på likviditeten på marknaden.

För att öka transparensen i räntemarknaden kommer nya regler att innefatta krav på att publicera order och transaktioner i realtid. För att minska de risker som identifierats kommer det att finnas undantag från dessa regler. Bland annat kommer instrument som klassas som illikvida att undantas från rapporteringskravet. FI har analyserat hur handeln i svenska obligationer kan komma att påverkas av de nya reglerna. Resultatet är att de nya transparensreglerna faktiskt kan komma att försämra transparensen på den svenska räntemarknaden.

I februari 2015 genomförde FI en ändring i sin praxis i syfte att öka transparensen på den svenska företagsobligationsmarknaden. Detta innebär att information om volym och priser för alla avslut ska publiceras på aggregerad nivå innan klockan 09.00 nästkommande handelsdag. FI utvärderade under hösten 2015 effekterna av denna praxisändring. Slutsatsen var att den ändrade praxisen ännu inte haft någon märkbar effekt på vare sig omsättning eller konkurrenssituation.

### NYA REGLER OCH SANKTIONER

Det nya Mifid-regelverket innebär även att regler införs vad gäller högfrequenshandeln och för handeln med råvaruderivat.

Högfrequenshandel är programvarustyrd handel med värdepapper. Det

<sup>1</sup> Det nya Mifid-regelverket består av direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2 samt Mifir [nivå 1]) samt tekniska standarder och delegerade akter (nivå 2) som kompletterar nivå 1.

är en form av handel som är förknippad med vissa risker. När hastigheten i handeln ökar och marknaden för samma värdepapper fragmenteras kan likviditeten bli flyktig och oförutsägbar. Vissa marknadsaktörers tekniska försprång aktualiserar även frågan om handeln sker på lika villkor. För att komma till rätta med riskerna med högfrekvenshandeln innehåller Mifid-regelverket bland annat striktare krav på system och kontroller.

En annan betydelsefull nyhet till följd av det nya Mifid-regelverket är att företag som handlar med råvaror kan komma att hamna under FI:s tillsyn. Bakgrunden till den ökade regleringen av råvarumarknaden är de kraftiga prisrörelserna under 2007 och 2008. Råvarumarknaden har stor betydelse för den globala livsmedels- och energiförsörjningen. De nya reglerna syftar, bland annat, till att begränsa vilka positioner man får ta på de marknaderna. Regelverket innebär en ökning av rapporteringen till FI.

I juli 2016 träder även nya regler kring marknadsmissbruk i kraft, förordningen om marknadsmissbruk (Mar) och marknadsmissbruksdirektivet (Mad 2).<sup>2</sup> På global politisk nivå har det bedömts viktigt för marknadernas funktion att motverka olika former av marknadsmissbruk, som insiderhandel och kursmanipulation. Marknadsaktörer kan ha svårigheter att känna tillit till en marknad där manipulation förekommer eller där det finns ett stort informationsgap mellan olika aktörer. De nya reglerna innebär att administrativa sanktioner föreslås komplettera det befintliga straffrättsliga systemet.

## CENTRALA MOTPARTER OCH CLEARING

En central motpart är ett företag som erbjuder clearing av värdepapper och är därmed viktig för den finansiella stabiliteten. Genom Emir-förordningen har flera nya regler införts för clearingverksamheter och det kommer bland annat bli obligatoriskt med central motpartsclearing av vissa värdepapper.<sup>3</sup> FI bedriver tillsyn över de centrala motparterna i nära samarbete med andra tillsynsmyndigheter och centralbanker inom ramen för tillsynskollegier. För närvarande leder FI arbetet i tillsynskollegiet för Nasdaq Clearing AB.

Emir-förordningen innehåller även regler om vilka marginalsäkerheter som en central motpart får ta emot. En ändring av det undantag som löpte ut den 1 mars 2016, som tillät icke-säkerställda bankgarantier som marginalsäkerheter, kommer att påverka den svenska marknaden för el- och gasderivat. FI följer därför utvecklingen på detta område.

Givet de centrala motparternas betydelse för den finansiella stabiliteten är det viktigt att det finns planer för att hantera en central motpart som sannolikt kommer att falla eller som redan gjort det. FI har under det gångna året granskat återhämtningsplaner för företag i den finansiella infrastrukturen. FI kan konstatera att företagen upprättat återhämtningsplaner, men att en del arbete med dessa återstår.

---

2 Regeringen har gjort bedömningen att all lagstiftning som krävs till den 3 juli 2016 inte kommer att hinna antas till detta datum. Mar börjar dock tillämpas den 3 juli 2016.

3 Emir är beteckningen för EU-förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

## FI och värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden är en central del av det finansiella systemet och därmed av stor betydelse för samhällsekonomin. Värdepappersmarknaden består av olika delmarknader där vissa betraktas som viktiga för den finansiella stabiliteten. FI bedömer att det huvudsakligen är ränte- och valutamarknaderna som är viktiga för den finansiella stabiliteten. Det är på dessa marknader som företag löpande hanterar sin finansiering och risk. Om dessa marknader slutar att fungera skulle företagen varken kunna sköta sina betalningar eller säkra sig mot finansiella risker. Aktiemarknaden är betydelsefull eftersom den fungerar som en viktig finansieringskälla för företagen. De finansiella infrastrukturföretagen gör det möjligt för dessa marknader att fungera.

### MÅLSÄTTNINGEN FÖR FI:S ARBETE PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

FI bedriver tillsyn och ansvarar för reglering av värdepappersmarknaden och dess infrastruktur. FI:s övergripande uppdrag är att arbeta för ett stabilt och väl fungerande finansiellt system med en väl fungerande värdepappersmarknad som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster samt ger ett högt skydd för konsumenter.

Att värdepappersmarknaden är väl fungerande innebär att den ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner även vid finansiell stress. Stressen kan ha sitt ursprung såväl i allvarliga problem i enskilda företag som i en volatil marknad. Vissa av de företag som FI har tillsyn över är viktiga för den finansiella stabiliteten. Finansiella problem eller omfattande avbrott, hos exempelvis en central motpart eller ett betalningssystem, kan spridas till andra företag och därmed få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin. För att höja motståndskraften hos centrala motparter har det, liksom för banker, införts regler om kapitalkrav. Det ligger visserligen i företagens egna intressen att förhindra att de drabbas av allvarliga problem. Det är inte alltid som företagens val av åtgärder är samhällsekonomiskt mest gynnsamma om de enbart beaktar konsekvenserna för det enskilda företaget. Det är anledningen till att de infrastrukturföretag som är viktiga för den finansiella stabiliteten är föremål för särskild tillsyn och reglering.

Utöver företag kan även marknader vara viktiga för den finansiella stabiliteten. Ett avbrott på en sådan marknad kan ge upphov till allvarliga effekter på det finansiella systemet i övrigt och – i förlängningen – på samhällsekonomin. Till exempel är räntemarknaden central för de svenska bankernas möjligheter att finansiera sig.

Räntemarknaden är även viktig för banker och andra finansiella företags möjligheter att hantera sin likviditet och sina risker. Ett avbrott på denna marknad kan därför få allvarliga konsekvenser för banker och andra finansiella företag. Valutamarknaden är också en marknad av central betydelse, eftersom bankerna har ett behov av att omvandla finansiering i utländsk valuta till svenska kronor, och vice versa.<sup>4</sup> Aktiemarknaden är viktig för företagets möjlighet att finansiera sig samt för investerare att placera sitt kapital. En väl fungerande aktiemarknad är dock inte lika

<sup>4</sup> I och med att cirka 60 procent av bankernas utestående värdepapper är emitterade i utländsk valuta, behöver denna finansiering omvandlas till svenska kronor för att kunna användas för svensk utlåning.

viktig för den finansiella stabiliteten som de övriga tidigare nämnda marknaderna. Förklaringen är att ett tillfälligt avbrott på aktiemarknaden sannolikt inte riskerar att spridas till andra marknader och därmed medföra allvarliga konsekvenser för det finansiella systemet som helhet.

FI arbetar även för att skyddet för konsumenterna ska vara högt. En förutsättning för att konsumenterna ska vara skyddade är att de finansiella företagen är stabila och kan uppfylla sina åtaganden. Mellan olika aktörer på finansmarknaden finns det ofta ett informationsgap. Informationsgap existerar naturligt på alla marknader, men blir gapet alltför stort kan det få oproportionerligt negativa konsekvenser för konsumenterna och för andra investerare.<sup>5</sup>

Att det finansiella systemet är stabilt och erbjuder ett högt skydd för konsumenterna är emellertid inte tillräckligt. Reglering kan inte skapa ett finansiellt system som är stabilt och erbjuder ett högt skydd för konsumenterna om inte hänsyn samtidigt tas till att de finansiella marknaderna ska vara väl fungerande. En väl fungerande värdepappersmarknad förutsätter sund konkurrens, mångfald i utbudet av finansiella tjänster och effektivitet ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.<sup>6</sup> Dessa olika intressen måste därför noga vägas mot varandra.

Efter den senaste finanskrisen infördes flera regleringar för att stärka den finansiella stabiliteten och konsumentskyddet. En viktig åtgärd för att stärka motståndskraften för de företag som är viktiga för den finansiella stabiliteten, som banker eller centrala motparter, har varit införandet av kapitalkrav. Det förekommer nu diskussioner på global nivå om delar av dessa regleringar även haft viss negativ effekt på de finansiella marknadernas funktion. Framför allt pågår en debatt om likviditeten på vissa marknader påverkats negativt till följd av bland annat höjda kapitalkrav på banker.<sup>7</sup> Även om det är för tidigt att säga att så är fallet, anser FI att detta är en viktig fråga att bevaka.<sup>8</sup>

Som tillsynsmyndighet är det viktigt att FI även uppmärksammar och analyserar eventuella negativa konsekvenser av de regler som införs. Utgångspunkten är att en reglering enbart ska införas om ett marknadsmisslyckande har identifierats och om regleringens nytta bedöms överstiga de kostnader som införandet av den medför för såväl samhället som för de berörda marknadsaktörerna. En regel ska inte i onödan öka kostnader, begränsa konkurrensen, minska effektiviteten eller sänka innovationstakten.

De allra flesta regler som gäller på den svenska värdepappersmarknaden har sin grund i beslut av EU:s institutioner som i sin tur ofta har sitt ursprung i globala politiska initiativ eller överenskommelser. FI har där-

---

5 FI:s arbete med skyddet för konsumenterna på värdepappersmarknaden bedrivs till stor del inom ramen för myndighetens verksamhetsområde Konsumentskydd. FI:s arbete med att stärka konsumenternas ställning presenteras årligen i en särskild konsumentskyddsrapport.

6 Ansvaret för att motverka olika former av konkurrensbegränsande samarbete och missbruk av dominerande ställning på värdepappersmarknaden ligger dock på Konkurrensverket och på Europeiska kommissionen.

7 Höjda kapitalkrav för banker infördes genom Basel 3-regelverket som inom EU införts i form av kapitaltäckningsdirektivet (CRD 4) samt tillsynsförordningen (CRR).

8 Denna fråga har nyligen diskuterats av FI i FI-analys 3, 2015: Oförändrad likviditet i marknaden för säkerställda obligationer samt av Internationella valutafonden (IMF) i Global Financial Stability Report, oktober 2015.

med inget direkt avgörande inflytande över reglernas tillkomst. Däremot framför FI synpunkter på förslag till nya regleringar och deltar aktivt i utformningen av nya regler och standarder inom ramen för dels EU-myndigheternas arbete, det vill säga Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), Europeiska bankmyndigheten (Eba) samt Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa), dels andra internationella organisationer.<sup>9</sup> FI har även ett visst utrymme att tolka de regler som gäller för värdepappersmarknaden. Med stöd av bemyndiganden i lag kan FI, i vissa fall komplettera regelverk beslutade av EU samt den svenska lagstiftaren och regeringen, genom att ge ut egna föreskrifter eller allmänna råd.

För att värdepappersmarknaden ska fungera väl krävs att marknadens spelregler följs. FI ansvarar för tillsynen över handeln på värdepappersmarknaden och granskar de prospekt som ska upprättas i samband med att värdepapper ges ut. FI har också det yttersta ansvaret för redovisningstillsynen även om det är börserna som ansvarar för att övervaka den regelbundna finansiella informationen från de företag som finns på deras respektive reglerade marknader.

### Kapitalmarknadsunionen

I september 2015 publicerade Europeiska kommissionen sin handlingsplan för att skapa en kapitalmarknadsunion. Handlingsplanen bygger på de synpunkter kommissionen tog emot med anledning av grönboken Att bygga en kapitalmarknadsunion. FI lämnade tillsammans med Regeringskansliet och Riksbanken synpunkter på grönboken i maj 2015.<sup>10</sup>

Syftet med kapitalmarknadsunionen är att integrera EU:s kapitalmarknad och skapa bättre förutsättningar för finansiering även utanför banksystemet. Målsättningen är att öka investeringar inom EU och från resten av världen, att investeringar ska kunna kanaliseras mer effektivt inom unionen, att öka stabiliteten i det finansiella systemet samt fördjupa integrationen och öka konkurrensen.

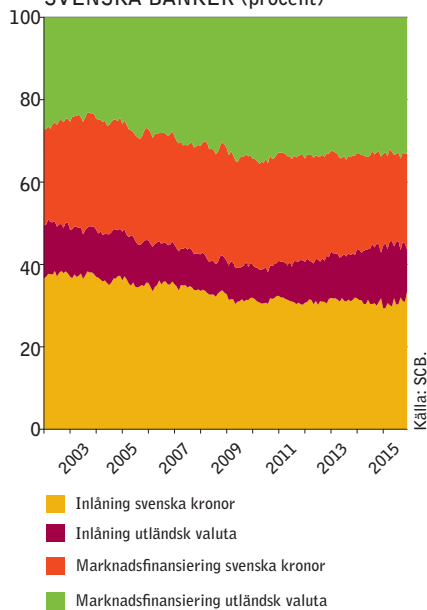
Projektet är i ett tidigt stadium, men handlingsplanen innehåller ett antal förslag och åtgärder som ska genomföras fram till 2019. Vissa av åtgärderna är redan på väg att genomföras. Bland de konkreta förslag som presenterats finns bland annat en revidering av prospektreglerna (se rutan Ny prospektförordning, sid 10) samt en utredning av hur likviditeten på företagsobligationsmarknaderna kan förbättras. För hela den finansiella marknaden ska en analys av oförutsedda konsekvenser av de olika regleringar som införts också genomföras. Slutligen har det lagts fram förslag som syftar till att skapa en mer harmoniserad tillsyn över finansmarknaden inom EU.

FI deltar i arbetet med att etablera en kapitalmarknadsunion genom att ge synpunkter i de samråd som genomförs. Dessutom diskuterar FI frågorna i olika sammanhang, till exempel inom ramen för de europeiska tillsynsmyndigheterna. FI bistår även Regeringskansliet när konkreta förslag till direktiv eller förordningar ska förhandlas. FI är generellt positiv till att vidta

9 FI är sedan år 2014 medlem av styrelsen för Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco). Mer information om denna organisation finns på [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

10 Europeiska kommissionens handlingsplan och grönbok finns tillgängliga på [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm). Myndigheternas gemensamma synpunkter på grönboken finns tillgängliga på <http://www.fi.se/Regler/Remissvar/EU-forslag/Listan/FI-svarar-pa-forslag-om-kapitalmarknadsunion/>.

### 1. FINANSIERINGSSTRUKTUR, SVENSKA BANKER (procent)



Anm. Avser monetära finansinstitut (MFI).



åtgärder för att stärka kapitalmarknaden inom EU. FI anser dock att det är viktigt att kommande regeländringar inte försvagar investerarskyddet eller den finansiella stabiliteten.

### UTVECKLINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

Värdepappersmarknaden är en del av det finansiella systemet. En väl fungerande värdepappersmarknad spelar en avgörande roll för att bland annat banker och företag löpande ska kunna finansiera sig och hantera risker. Nedan diskuteras några av de trender och risker som observerats inom olika delar av värdepappersmarknaden på senare tid.

#### Räntemarknaden

Att räntemarknaden fungerar väl är avgörande för att det finansiella systemet ska kunna utföra sina centrala uppgifter. Man kan därmed säga att en väl fungerande räntemarknad är viktig för den finansiella stabiliteten. Ur ett stabilitetsperspektiv är det framför allt viktigt att marknaderna fungerar under stressade förhållanden. Detta brukar kallas att marknaderna är robusta.

Aktörer på räntemarknaden är bland annat emittenter som svenska staten, bolåneinstitut, banker och stora placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. Räntemarknaden spelar en avgörande roll för de svenska bankernas möjligheter att finansiera sig både på kort och på lång sikt. För att kunna finansiera sig på kort sikt använder sig bankerna av penningmarknaden bland annat genom att emittera certifikat. Den resterande delen av bankernas finansiering sker genom att de emitterar obligationer (diagram 1 och 2).

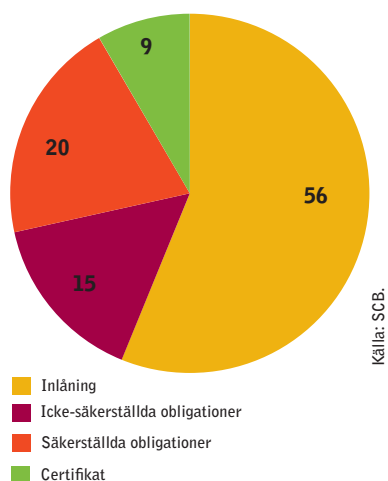
#### Likviditeten på obligationsmarknaden

Utestående volymer på obligationsmarknaden i Sverige har ökat kraftigt under de senaste åren utan att omsättningen på andrahandsmarknaden följt samma trend (diagram 3). Det pågår för närvarande en debatt i flera länder om denna minskade omsättning har följts av en försämrad likviditet på obligationsmarknaderna. Detta skulle vara negativt eftersom en försämrad marknadlikviditet kan innebära högre finansieringskostnader för banker och i förlängningen även för företag och hushåll.

Begreppet likviditet är brett och kan definieras på olika sätt. Ur ett marknadsperspektiv är likviditet ett direkt eller indirekt mått på likvida medel. Likviditet kan även definieras som en aktörs tillgång till finansiering för sin verksamhet och då kallas det finansieringslikviditet. Begreppet marknadlikviditet beskriver i stället möjligheten att omvandla tillgångar till likvida medel utan stora prisförändringar.<sup>11</sup> För att undersöka hur väl marknaderna för säkerställda obligationer och statsobligationer fungerar har FI analyserat marknadlikviditeten under åren från finanskrisen fram till i dag.

Till skillnad från aktiemarknaden där handeln i huvudsak sker centralt på en börs är handeln på räntemarknaden decentraliserad. Handeln sker främst genom marknadsgaranter, som åtagit sig att tillhandahålla köp- och säljpriser på begäran. Dessa marknadsgaranter har historiskt sett oftast varit banker. Hur pass god marknadens likviditet är påverkas av dessa marknadsgaranters förmåga att hantera de risker som uppstår i samband med sin verksamhet. Enligt Riksbankens riskenkät har utvecklingen sedan finanskrisen gått mot att marknadsgaranterna blivit något

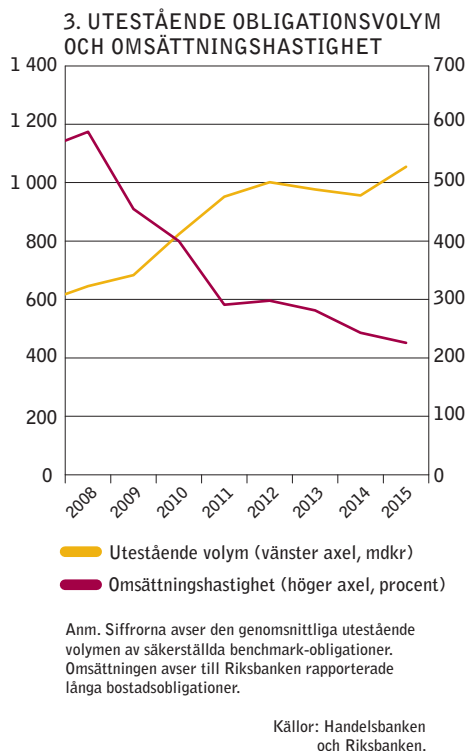
### 2. FÖRDELNING AV BANKERNAS FINANSIERING (procent, kv 4, 2015)



Källa: SCB.

11 Se FI-analys 3, 2015: Oförändrad likviditet i marknaden för säkerställda obligationer.





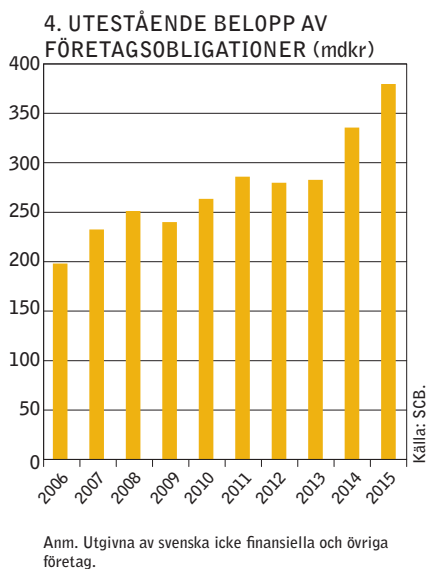
färre och mindre villiga att ta risk än tidigare. Effekter av olika regleringar angavs som skäl till detta. Marknadsaktörer upplever att marknadsgaranterna inte håller lika stora lager av tillgångar som tidigare, vilket i sin tur antas bero på striktare kapitalkrav för banker.<sup>12</sup>

Före finanskrisen var finansieringslikviditeten god i Sverige. Det bidrog till god marknadslikviditet. I teorin drar marknadsgaranter ned på sin aktivitet om möjligheterna att finansiera sig begränsas (till exempel med kapitalkrav) och därmed försämras marknadslikviditeten.<sup>13</sup> Därför borde de högre kapitalkraven försämrat marknadslikviditeten i Sverige, vilket marknadsaktörer också anser har skett. Baserat på FI:s mått på marknadslikviditet syns dock ännu inga tydliga tecken på att marknadslikviditeten i säkerställda obligationer eller statsobligationer har försämrats de senaste åren.<sup>14</sup>

Att teorin inte stämmer kan bero på olika saker, till exempel kan den penningpolitiska stimulansen, i form av låga räntor och köp av statspapper, under de senaste åren haft en motverkande effekt och därmed dolt en försämring. När den penningpolitiska stimulansen försvinner skulle därför marknadslikviditeten kunna komma att försämrats. Historiskt sett har marknadslikviditeten försämrats i samband med finansiella kriser, till exempel under finanskrisen 2008–2009. Om en ny kris skulle uppstå finns det därför också en risk att marknadslikviditeten åter skulle kunna minska.

#### Företagens finansiering

Räntemarknaden är även viktig för de svenska företagens finansiering. Framför allt stora företag med hög kreditvärdighet har ökat sin upplåning på marknaden under senare år (diagram 4). Det har även tillkommit mindre företag inom flera sektorer, främst små och medelstora fastighetsbolag. Även om bankernas utlåning fortfarande är den största finansieringskällan för svenska företag står marknadsfinansiering i dagsläget för drygt en fjärdedel av finansieringen. I takt med att intresset för marknadsfinansiering har ökat bland företag har även behovet av bättre transparens för priser och volymer ökat. FI införde 2015 en praxisändring som syftade till att öka graden av transparens på marknaden för företagsobligationer. FI har under året följt och utvärderat resultatet (se avsnittet FI utvärderar praxisförändringen på företagsobligationsmarknaden).



#### Riksbankens köp av statspapper

De senaste åren har konsumentpriserna i Sverige varit oförändrade mätt som KPI. Riksbanken har som mål att priserna ska öka med 2 procent per år. För att nå målet har Riksbanken sänkt sin styrränta, nu senast till – 0,5 procent. För att ytterligare öka den penningpolitiska stimulansen började Riksbanken under 2015 att köpa statsobligationer. Sådana kvantitativa lättnader har även andra centralbanker i världen genomfört för att stimulera tillväxten och i förlängningen konsumentpriserna. Riksbanken köpte under år 2015 statsobligationer till ett nominellt värde av 135 miljarder kronor. Detta motsvarar 23 procent av utestående nominella statsobligationer. Som en konsekvens

12 Riskenkäten finns tillgänglig på [http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riskenkat/2015/rap\\_riskenkat\\_151118\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riskenkat/2015/rap_riskenkat_151118_sve.pdf).

13 Se Brunnermeier, M. K. (2009), Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*. Nummer 1. 77–100.

14 Se FI-analys 3, 2015: Oförändrad likviditet i marknaden för säkerställda obligationer s.7–8.

av detta har penningmängden i banksystemet ökat. Baserat på Riksgäldens statistik har utländska investerare minskat sina innehav i svenska statsobligationer med cirka 150 miljarder under 2015.

Vanligtvis leder en mindre utestående stock, av till exempel en aktie, till lägre marknadslikviditet. FI kan ännu inte se några tydliga tecken på det i statsobligationer. Att så inte skett kan bero på att tillgången på likvida medel är mycket god i det finansiella systemet. Det innebär att kostnaden för att finansiera handelslager blir låga.

Med redan beslutade köp kommer Riksbanken vid halvårsskiftet 2016 att hålla närmare en tredjedel av den utestående stocken av nominella statsobligationer. Av den resterande delen är det dock en mindre andel som omsätts i praktiken. En stor del av investerarna håller svenska statsobligationer som långsiktiga innehav. Givet att de långsiktiga innehaven är oförändrade riskerar Riksbankens köp att påverka den mer kortsiktiga handeln, vilket i förlängningen inte bara påverkar räntenivån utan riskerar att även påverka marknads funktionssätt. På vilket sätt är ännu för tidigt att säga.

## Aktiemarknaden

Aktiemarknaden skiljer sig från räntemarknaden på olika sätt. En väsentlig skillnad är att aktiemarknaden, till skillnad från räntemarknaden, inte är lika central för den finansiella stabiliteten. Aktiemarknaden är dock viktig för företagens möjligheter att finansiera sin verksamhet. En annan viktig skillnad gäller marknadsstrukturen. Handel i aktier sker huvudsakligen i form av orderdriven börshandel. Aktiemarknaden har även en bredare investerarkrets som också inkluderar privatpersoner.

Det är mot den bakgrunden som FI granskar och godkänner prospekt när aktier till ett värde som överstiger 2,5 miljoner euro erbjuds allmänheten eller när aktier upptas till handel på en reglerad marknad. FI granskar också de erbjudandehandlingar som måste lämnas in i samband med offentliga uppköpserbjudanden riktade mot bolag upptagna till handel på en reglerad marknad. En överträdelse av dessa regler kan leda till att ett erbjudande av ett företags värdepapper förbjuds eller att den som överträder reglerna får betala en sanktionsavgift.<sup>15</sup>

Under de senaste åren har låga räntor sannolikt ökat intresset för att investera i mer riskfyllda tillgångar. Det kan ha bidragit till ett mycket starkt noteringsklimat (se rutan Hög aktivitet på börsern). I samband med detta har FI haft en markant ökning av prospekt som avser börsintroduktioner. Även erbjudanden till allmänheten i samband med notering på oreglerade handelsplattformar har ökat.

## Ny prospektförordning

I november 2015 offentliggjorde Europeiska kommissionen sitt förslag till ny prospektförordning, som föreslås ersätta det nuvarande prospektdirektivet från 2003.

Förslaget utgör en viktig del i arbetet med att skapa en europeisk kapitalmarknadsunion. Förslaget fokuserar på att minska de administrativa bördor som uppstår i samband med upprättandet av prospekt så att små- och medelstora bolag enklare kan finansiera sig via kapitalmarknaden, att harmonisera utformningen av prospekt och att anpassa reglerna till närliggande regelverk. Förslaget fokuserar på fyra kategorier av emittenter:

15 Se rutan Nya regler om flaggning och nya sanktioner, sid 22.

1. Emittenter som redan är listade på en reglerad marknad och tar in kapital genom ytterligare emissioner.
2. Små- och medelstora företag.
3. Emittenter som ofta företar emissioner av olika typer av värdepapper.
4. Emittenter av icke-aktierelaterade värdepapper.

Flera större förändringar föreslås utöver att reglerna samlas i en förordning och direktivformen slopas. Flera av förändringarna har en direkt påverkan på FI:s tillståndsgivning och tillsyn liksom den svenska kapitalmarknaden. FI:s bedömning är att nuvarande prospektregler visserligen är välfungerande, men att det kan finnas ett värde i att förenkla regelverket i vissa delar.

### *Ankarinvestorare*

Ett förhållandevis nytt fenomen på aktiemarknaden i Sverige är förekomsten av så kallade ankarinvestorare (cornerstone investors) i samband med börsintroduktioner. Ankarinvestorare är större investorer som inför en börsintroduktion förbinder sig att teckna en viss mängd aktier i utbyte mot en garanterad tilldelning. Om teckningskursen satts till ett fast pris motiveras detta ofta med att ankarinvestorarna åtagit sig att teckna sin andel till denna kurs.

Första gången ankarinvestorare förekom vid en svensk börsintroduktion var under hösten 2014. Vid denna tidpunkt var fenomenet helt okänt i Sverige och skapade viss debatt på marknaden. Diskussionen handlade framför allt om att tilldelningsmöjligheterna för småsparare och privata investorer i en aktieemission försämrades när professionella investorer fick förtur i tilldelningen. Förekomsten av ankarinvestorare ökade emellertid snabbt. Under 2015 förekom ankarinvesteringar i samband med de flesta börsnoteringarna på reglerade marknader. Även i övriga Europa har förekomsten av ankarinvestorare blivit ett nytt inslag på marknaden. Vid ett fåtal större börsnoteringar i Tyskland och Storbritannien har denna strategi använts de senaste två åren.

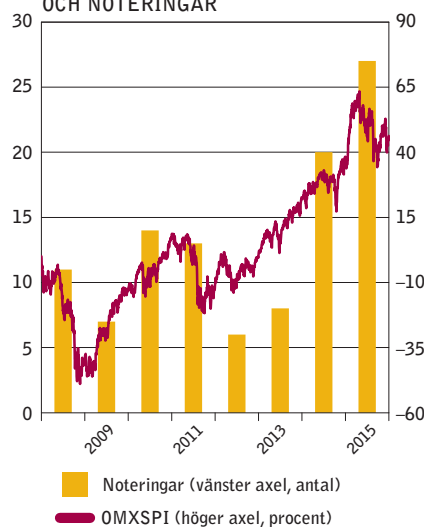
I likhet med Storbritannien och Tyskland saknar Sverige specifika riktlinjer för användningen av ankarinvestorare. Villkoren för ankarinvestorarna ska lämnas på grundval av prospektivdirektivets allmänna regel om att prospektet ska innehålla all information som krävs för att investorer ska kunna göra en välgrundad bedömning av emittenten och erbjudandet. På marknader som har längre erfarenhet av ankarinvestorare, som exempelvis Hong Kong, har riktlinjer för användningen av ankarinvestorare tagits fram.

### **Hög aktivitet på börsen**

Efter några år av svagt noteringsklimat vände utvecklingen 2014 och har sedan dess varit mycket stark. Denna ökning av antal noteringar grundar sig i en positiv börsutveckling med stigande värderingar av bolag under flera års tid (diagram 5).

Under 2015 låg Sverige i den absoluta toppen internationellt vad det gällde börsintroduktioner. Under de senaste åren har Sverige börsintroducerat näst flest bolag i EU, enbart överträffat av Storbritannien. En stark börsutveckling på många håll i världen under flera år samt att nynoterade bolag i regel överträffat dessa börsindex första året efter notering har i sig fått en

## 5. BÖRSUTVECKLING OCH NOTERINGAR



Anm. OMXSPI är ett prisindex över utvecklingen på Stockholmsbörsen.

Källa: Nasdaq Stockholm AB.

förstärkande effekt på noteringsviljan.<sup>16</sup>

På global nivå var 2015 ett nästan lika starkt noteringsår som rekordåret 2014. På grund av ett skakigt tredje kvartal på börserna, framför allt i Asien, med en efterföljande oro för utvecklingen i Kina dämpades aktiviteten under det tredje kvartalet. FI märkte av tendenser till detta även i Sverige genom att ett antal börsintroduktioner som planerats för andra halvan av 2015 sköts upp på obestämd framtid. Under det fjärde kvartalet stabiliserades läget dock på de flesta håll runt om i världen och antalet noteringar ökade till en historiskt hög nivå.

En skakig börs till trots ser utsikten för börsintroduktioner under 2016 än så länge fortsatt god ut i Europa och så även i Sverige. Detta beror till stor del på en god ekonomisk tillväxt som bland annat grundar sig i ett lågränteklimat och kvantitativa lättnader i Europa. Detta tillsammans med höga värderingar av nyintroducerade bolag på aktiemarknaden, innebär att förutsättningarna för börsintroduktion ser goda ut inför fortsättningen av 2016.

## Derivatmarknaden

Derivatmarknaden är en stor och global marknad som fyller en viktig funktion i det finansiella systemet. I Sverige är finansiella derivat oftast standardiserade och handlas till största delen bilateralt over-the-counter (OTC). Svenska banker och företag använder sig av derivatmarknaden i stor utsträckning, framför allt för att hantera risker. Ränte- och valuta-derivat står för nästan hela omsättningen i derivat men i mindre utsträckning handlas även aktiederivat, råvaruderivat och kreditderivat.

Derivat medför även risker, exempelvis motpartsrisk. Den största kategorin derivatprodukter är ränteterminer. För att minska motpartsrisken clearas dessa i stor utsträckning via en central motpart. På valutamarknaden förekommer bland annat valutaterminer som används av företag för att hantera valutarisker. Valutaderivatet clearas inte av en central motpart utan motpartsrisken hanteras på andra sätt, bland annat genom så kallade nettningsavtal.<sup>17</sup>

### *OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister*

Under den senaste finanskrisen hamnade marknaden för derivat i fokus, framför allt handeln med creditswappar. Den börshandlade delen orsakade inga problem men att så stor del av handeln skedde OTC innebar att det var svårt att få en bra överblick över olika risker. Den stora andelen bilaterala affärer innebar att det var omöjligt att analysera konsekvenserna för den finansiella stabiliteten om en motpart drabbades av

<sup>16</sup> Se EY Global IPO Trends 2015 Q4. Rapporten finns på: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf).

<sup>17</sup> Skulder och fordringar kvittas i händelse av att någon av motparterna fallerar.

fallissemang eller andra problem. Den nära sammanlänknings mellan banker och företag bidrog även till att problem lätt kunde sprida sig.

Efter finanskrisen enades därför G20-länderna om nya regler för derivat som handlas utanför reglerade börser, det vill säga OTC-derivat. Inom EU trädde Emir-förordningen i kraft år 2012. Regelverket syftar bland annat till att öka transparensen och underlätta uppföljning av systemriskerna på derivatmarkanden. Emir-förordningen genomförs stegvis under flera år och det första steget som infördes under 2013 innebär att en central motpart behövs auktoriseras för att cleara derivattransaktioner (se nedan avsnitt FI:s tillsyn över centrala motparter, sid 23).

Under 2013 genomfördes även det andra steget i Emir som innebär införandet av regler kring tekniker för riskbegränsning. För de kontrakt som inte är föremål för clearing innebär detta att det ska finnas rutiner för att mäta, bevaka och minska operativa risker och kreditrisker. För alla OTC-derivat återstår det att införa regler för utbyte av säkerheter mellan motparter. Bland annat tas möjligheten att använda icke-säkerställda bankgarantier som säkerhet bort (se nedan avsnitt Marginalsäkerheter). Denna typ av bankgarantier är vanligast förekommande när det gäller derivatmarknaden för el och gas.

I syfte att öka transparensen på derivatmarknaden infördes i februari 2014, genom Emir-förordningen, regler för rapportering av alla derivattransaktioner. Rapportering görs till så kallade transaktionsregister (Trade Repositories, TR). TR-data är tillgänglig för nationella tillsynsmyndigheter. Det pågår för närvarande ett stort arbete inom Esmas för att förbättra kvaliteten på de data som rapporteras in till transaktionsregister samt för att förbättra deras hantering av data.

Det sista steget i Emir, att förbättra hanteringen av motpartsrisker, trädde i kraft i december 2015. Detta innebär regler för central motpartsclearing av OTC-transaktioner. Reglerna föreskriver att clearingkravet kommer att införas stegvis under ett antal år. Obligatorisk clearing av vissa OTC-derivat kommer att införas under 2016. Inledningsvis kommer kravet att gälla vissa ränteswappar (IRSs), Forward Rate Agreements (FRAs) och Overnight Index Swaps (OISs), med euro som underliggande valuta. Krav på clearing av andra typer av OTC-derivat, bland annat i svenska kronor, är under beredning i Europeiska kommissionen. Trots att det obligatoriska kravet på clearing ännu inte trätt i kraft har en stor del av handeln, till exempel handel med räntederivat, redan börjat clearas. Det beror på att det är kapitaleffektivt för banker att cleara sina derivat. Däremot är det för närvarande nästan inga valutaderivat som clearas via en central motpart, dessa omfattas ännu inte heller av clearingkravet i Emir-förordningen.

#### *Clearingmedlemmar*

Samtliga finansiella företag som genomför derivattransaktioner omfattas av kravet på central motpartsclearing, även icke-finansiella företag omfattas om handeln överstiger ett visst tröskelvärde. De marknadsaktörer som omfattas av kravet måste därmed cleara sina OTC-derivatkontrakt genom att till exempel bli clearingmedlem hos en central motpart. För att kunna bli godkänd som clearingmedlem måste en rad krav uppfyllas, både enligt Emir-förordningen men också enligt den centrala motpartens egna medlemsregler. För att uppfylla kraven krävs bland annat att medel avsätts för kapitaltäckning och riskhantering. Marknadsaktörer som inte själva kan bli clearingmedlemmar har i stället möjlighet att bli kund till en clearingmedlem.

En fråga som blivit aktuell i och med kraven på obligatorisk clearing av OTC-derivat är kostnaderna för clearingmedlemmar. I en undersökning från den brittiska tillsynsmyndigheten Financial Conduct Authority (FCA) anger aktörerna att det kapital som krävs i samband med clearing kan användas mer effektivt för annan verksamhet.<sup>18</sup> När det sker är risken att det blir olönsamt att erbjuda clearing för andras räkning. Det skulle kunna innebära att clearingmedlemmar slutar erbjuda denna tjänst till sina kunder eller att de i större utsträckning för över kostnaderna på sina kunder. Om färre aktörer deltar i verksamheten som clearingmedlemmar skulle konkurrensen kunna påverkas negativt och marknaden bli alltför koncentrerad. Detta kan i sin tur påverka marknadens funktionssätt negativt. Det är ännu för tidigt att dra några tydliga slutsatser av detta, men FI följer utvecklingen.

---

18 Se Wholesale Sector Competition Review 2014–15. Rapporten finns tillgänglig på <https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/feedback-statements/fs15-02>.

## Tillsyn och reglering av värdepappersmarknaden

Efter den senaste finanskrisen har det tagits fram en stor mängd nya regelverk för värdepappersmarknaden, liksom för den övriga finansiella sektorn. Detta kapitel fokuserar på tre regelverk som är centrala för den svenska värdepappersmarknaden. Det rör sig om det nya Mifid-regelverket, som reglerar handeln med finansiella produkter och handelsplatser, Emir-förordningen som innehåller regler om bland annat centrala motparter och clearing av finansiella instrument, samt förordningen om marknadsmissbruk (Mar) och marknadsmissbruksdirektivet (Mad 2).

FI:s tillsyn över värdepappersmarknaden omfattar funktioner och verksamheter hos nästan alla finansiella företag. Tillsyn bedrivs även över vissa icke-finansiella företag och privatpersoner som verkar på finansmarknaden. FI har också tillsynsansvaret för de företag som är centrala för marknadens infrastruktur. Det handlar om börser, handelsplattformar, värdepapperscentraler och clearingorganisationer, varav vissa är centrala motparter vid avveckling av finansiella transaktioner.

Ett centralt regelverk på detta område är det nya Mifid-regelverket som medför att det även ställs krav på transparens på ränte- och derivatmarknaden som liknar de som tidigare gällt för aktiemarknaden. Sannolikt innebär det förändringar som kommer att få en stor påverkan på värdepappersmarknadens funktionssätt. FI har tagit aktiv del i detta arbete. Utöver att arbeta fram nya regler analyserar FI även effekterna av nuvarande regler och följer upp hur de påverkar värdepappersmarknaden.

Det nya Mifid-regelverket innehåller nya regler för högfrequenshandeln och handeln med råvaruderivat. När det gäller handeln med finansiella instrument har införandet av det nya regelverket om marknadsmissbruk föranlett en diskussion kring hur sanktionssystemet för marknadsmissbruk ska vara utformat.

Ett annat fokusområde under det senaste året har varit tillsynen av de centrala motparterna. Det är företag som blir alltmer viktiga för den finansiella stabiliteten till följd av de krav på clearing som beskrivits ovan i avsnittet OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister. Det är därför viktigt att arbeta med dessa nya systemviktiga företags riskhantering och återhämtningsplaner. Nya regler om vilka marginalsäkerheter dessa företag får ta emot påverkar bland annat den svenska marknaden för el- och gasderivat.

### NYA KRAV PÅ TRANSPARENS I RÄNTEMARKNADEN

#### Ökad transparens i räntemarknaden

Under 2014 beslutade EU om nya harmoniserade regler för den europeiska värdepappersmarknaden, Mifid-regelverket. Avsikten är att det nya regelverket ska börja tillämpas den 3 januari 2017. Europeiska kommissionen har dock nyligen föreslagit att regelverket i stället ska börja tillämpas från och med den 3 januari 2018.

Det övergripande syftet med Mifid-regelverket är att skapa förutsättningar för mer effektiva marknader. En viktig del är att öka transparensen i handeln med finansiella produkter. Utgångspunkten är att information om både order och transaktioner med finansiella instrument, bland annat obligationer och andra räntebärande produkter, ska offentlig-

göras. Ökad transparens på räntemarknaden antas bidra till en mer väl-fungerande marknad.

Regler om transparens för priser och volymer finns i dagsläget redan för aktier och börshandlade derivatprodukter. Med det nya Mifid-regelverket kommer transparenskraven även att omfatta räntemarknaden. Vidare kommer även olika finansiella derivat inklusive råvaruderivat samt utsläppsrätter att omfattas av dessa regler. Hög transparens är ofta positivt för de finansiella marknaderna. Högre transparens leder till minskade informationsgap och därmed till ett ökat skydd för investerare. Ökad transparens kan också medföra fördelar i form av sänkta inträdesbarriärer. När förutsättningarna förbättras för marknadsaktörerna att jämföra priser sänks transaktionskostnaderna vilket främjar konkurrensen på marknaden. I syfte att öka transparensen valde FI i februari 2015 att genomföra en förändring av den praxis som gäller för transaktionsrapportering på marknaden för företagsobligationer.

#### FI utvärderar praxisförändringen på företagsobligationsmarknaden

Under de senaste åren har den svenska marknaden för företagsobligationer vuxit. Det gäller såväl antal emittenter som utestående belopp. I takt med denna utveckling har en ökad transparens efterfrågats. Mot den bakgrunden ansåg FI att det var motiverat att ändra sin praxis på detta område. I korthet innebär praxisändringen att information om volym och priser för alla avslut ska publiceras på aggregerad nivå innan klockan 09.00 nästkommande handelsdag. Möjlighet finns till dispens från reglerna för transaktioner som överstiger 50 miljoner kronor. FI har undersökt hur ändringen har påverkat omsättningen och konkurrenssituationen mellan inhemska och utländska aktörer.<sup>19</sup>

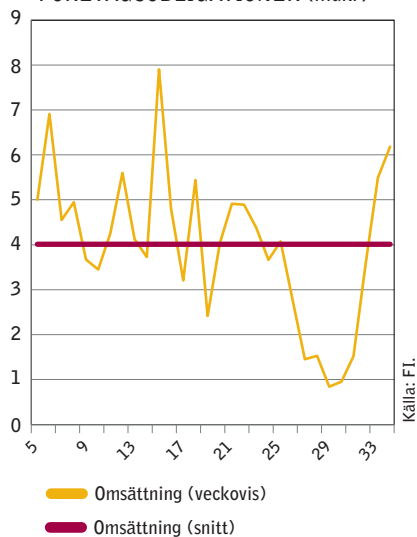
Omsättningen på den svenska företagsobligationsmarknaden har varit relativt stabil under de senaste åren. Perioden efter praxisändringen skiljer sig inte nämnvärt från det historiska mönstret (diagram 6). Efter praxisändringen låg månadsomsättningen i företagsobligationer på omkring 18 miljarder kronor.<sup>20</sup> Utvecklingen har varit relativt stabil, med undantag för den låga omsättningen i juli månad. Denna avvikelse är sannolikt säsongsbetingad (diagram 7).

Den genomsnittliga omsättningen efter praxisändringen för publicerade transaktioner var cirka 10 procent lägre än det långsiktiga snittet som beräknats på FI:s transaktionsdata. Sedan praxisändringen genomförts har andelen transaktioner där dispensrätten utnyttjats varit knappt 10 procent och utgjort knappt 60 procent av den totala volymen under perioden. Detta innebär att drygt 40 procent av den totala omsättningen rapporteras nästkommande handelsdag.

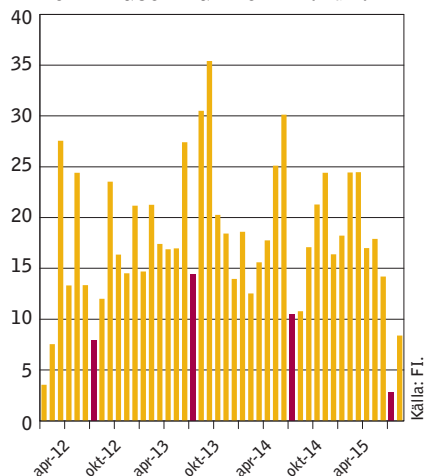
I samband med praxisändringen uppstod diskussioner om konkurrensförhållandena mellan inhemska och utländska aktörer skulle påverkas. De ändrade reglerna skulle inte gälla alla företag verksamma på den svenska marknaden. Något sådant samband har efter denna korta period inte kunnat påvisas.

FI:s slutsats är att den ändrade praxisen inte har haft någon märkbar effekt på vare sig omsättningen eller konkurrenssituationen på den svenska företagsobligationsmarknaden.

#### 6. OMSÄTTNING FÖRETAGSOBLIGATIONER (mdkr)



#### 7. APPROXIMERAD OMSÄTTNING FÖRETAGSOBLIGATIONER (mdkr)



Anm. Data i diagrammet baseras på en approximation på omsättningen utifrån TRS-data.

<sup>19</sup> Se Transparens på marknaden för företagsobligationer (Dnr 15-1310) som finns tillgänglig på [http://www.fi.se/upload/43\\_Utredningar/40\\_Skrivelser/2015/utvardering-transparens-ftgoblig-11okt2015.pdf](http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2015/utvardering-transparens-ftgoblig-11okt2015.pdf).

<sup>20</sup> Genomsnittlig omsättning beräknad på de transaktioner som publicerats i offentlighet med 7 kap. 1–5 § FFFS 2007:17 om verksamhet på marknadsplatser.



## Nya krav på transparens

När det nya Mifid-regelverket börjar tillämpas medför det krav på ökad transparens på hela räntemarknaden. En debatt som har förts sedan förslaget presenterades är reglernas potentiella effekt på likviditeten i den svenska räntemarknaden. Sverige har en räntemarknad som karaktäriseras av stora transaktioner och ett begränsat antal marknadsgaranter. Bland marknadsaktörerna har det funnits en oro att regelverket skulle minska viljan att ställa priser. Kritiker har menat att den ökade transparensen kan leda till en minskad likviditet. Marknadsgaranter och andra aktörer kan tänkas välja att avstå från en viss transaktion om de måste avslöja pris och volym eftersom de riskerar att andra aktörer utnyttjar dessa uppgifter, så kallad front running.

Utgångspunkten för transparenskraven är realtidspublicering av order och transaktioner. Det är dock viktigt att understryka att det finns möjligheter till undantag från dessa regler. Anledningen till undantagen är att transparensregler under vissa förutsättningar riskerar att orsaka minskad likviditet i marknaden. Likviditeten påverkas av en rad olika faktorer och ofta är transparens positivt, men det beror på marknadens struktur och mognad. I mindre och mer omogna marknader kan ökad transparens, i motsats till syftet, bidra till minskad likviditet, till exempel om risken för front running bedöms vara stor.

För att minska risken för negativ påverkan på likviditeten finns det i Mifid-regelverket undantag till realtidspublicering av order och transaktioner. Obligationer som faller in under en av tre klasser kan beviljas undantag:

- Instrument definierade som illikvida.
- Large In Scale (LIS), order- och transaktionsstorlekar som anses stora jämfört med det normala på marknaden.
- Size Specific To the Instrument (SSTI), order- och transaktionsstorlekar som skulle utsätta värdepappersinstitut som ställer priser, och därmed tillför likviditet till marknaden, för otillbörlig risk.

Om ett undantag beviljas innebär det en rätt att skjuta på publiceringen av information i två handelsdagar, i stället för att publicera denna information i realtid.

En stor fråga vid framtagandet av reglerna har varit hur likvida instrument ska definieras. Esma lämnade i september 2015 ett förslag på teknisk standard till Europeiska kommissionen. Esma föreslår där att den metod som ska användas för att definiera en obligation som likvid eller illikvid ska vara det som kommit att kallas för Instrument By Instrument Approach (IBIA). Metoden utgår från att en individuell utvärdering ska ske av varje obligation.<sup>21</sup> En obligation anses, enligt denna metod, som likvid om den har

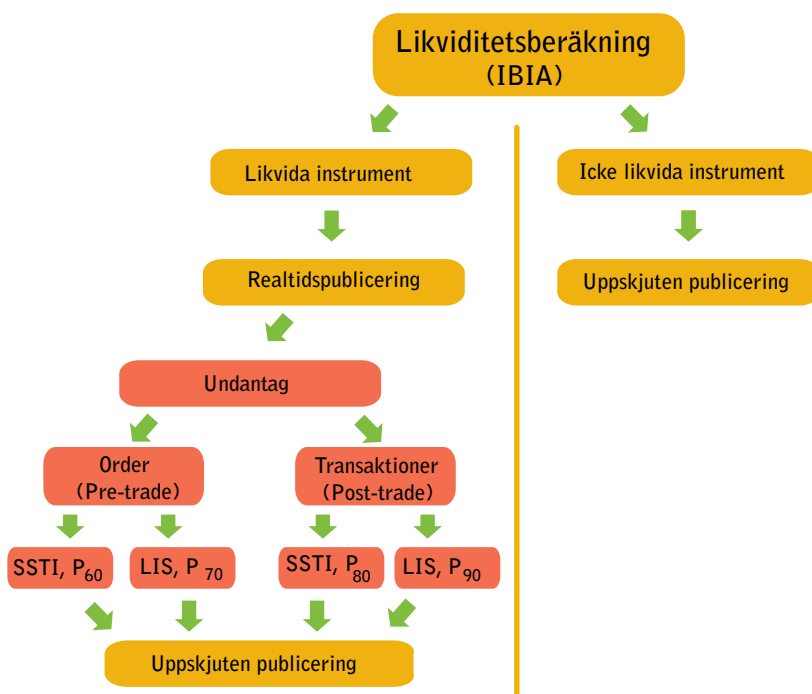
- en genomsnittlig dagsomsättning på över 100 000 euro
- handlats i snitt två gånger per dag
- handlats minst 80 procent av handelsdagarna under ett kvartal.

En beräkning som avser vilka instrument som ska räknas som likvida

<sup>21</sup> Se ESMA Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/ MiFIR. Dokumentet finns på [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464\\_-\\_final\\_report\\_-\\_draft\\_rts\\_and\\_its\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf).

ska göras fyra gånger per år.<sup>22</sup> Esma kommer utföra dessa beräkningar och publicera de första resultaten innan det nya Mifid-regelverket ska börja tillämpas.

FIGUR 1: Schematisk översikt över de föreslagna transparensreglerna för obligationer



### Mifid-regelverkets påverkan på den svenska räntemarknaden

FI har analyserat handeln i svenska obligationer för att få en uppfattning om effekterna av Mifid-regelverket på den svenska obligationsmarknaden. I analysen har transaktioner från det fjärde kvartalet 2014 till det tredje kvartalet 2015 använts. Syftet har varit att se hur stor del av stats-, bostads-, kommun- respektive företagsobligationer som skulle kunna komma att betraktas som likvida. Resultatet visar att andelen instrument som skulle definieras som likvida under de valda perioderna är låg och koncentrerad till stats- och bostadsobligationer. Samtliga utestående statsobligationer klassades som likvida under alla kvartal. Mindre än 10 procent av bostadsobligationerna klassades som likvida. Övriga undersökta obligationer klassades som illikvida (tabell 1). Om resultatet är representativt för framtiden skulle det innebära att närmare 97 procent av de undersökta obligationerna skulle kunna få undantag från Mifid-regelverkets transparensregler. Därmed skulle publiceringen av relevant information få skjutas upp i två dagar.

För de två andra undantagen, LIS samt SSTI, är situationen något annorlunda. I Mifid-regelverket är nivåerna för SSTI och LIS inte kvantifierade. Nivåerna ska i stället fastställas med hänsyn till handeln i varje enskild instrumentklass. Undantagen baseras på fördelningen av transaktionsstorlekarna i varje obligationsklass under ett kvartal. Undantag enligt SSTI eller LIS kan medges för både order (pre-trade) och trans-

<sup>22</sup> Se ESMA Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR. Dokumentet finns på [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464\\_-\\_final\\_report\\_-\\_draft\\_rts\\_and\\_its\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1464_-_final_report_-_draft_rts_and_its_on_mifid_ii_and_mifir.pdf).

aktioner (post-trade). Nivåerna för dessa gränsvärden sätts utifrån 60:e till 90:e percentilen där den 90:e percentilen (P90) är det största värdet och den 60:e percentilen (P60) det minsta.<sup>23</sup>

TABELL 1: Utfall analys svenska obligationer för perioden kvartal 4, 2014 till kvartal 3, 2015

Period	Obligation	Utfall IBIA-parameter				
		Antal likvida obligationer	Andel likvida obligationer	Snitt 2 transaktioner per dag	Handel 80 % av handelsdagarna	Genomsnittlig omsättning > €100 000
2014 kv 4	Statsobligationer	9	100%	100%	100%	100%
2014 kv 4	Säkerställda obligationer	16	8%	11%	8%	44%
2014 kv 4	Företagsobligationer	0	0%	2%	0%	34%
2014 kv 4	Kommunobligationer	0	0%	0%	0%	13%
2015 kv 1	Statsobligationer	9	100%	100%	100%	100%
2015 kv 1	Säkerställda obligationer	18	9%	12%	9%	47%
2015 kv 1	Företagsobligationer	0	0%	1%	0%	40%
2015 kv 1	Kommunobligationer	0	0%	0%	0%	17%
2015 kv 2	Statsobligationer	9	100%	100%	100%	100%
2015 kv 2	Säkerställda obligationer	12	6%	12%	6%	36%
2015 kv 2	Företagsobligationer	0	0%	2%	0%	32%
2015 kv 2	Kommunobligationer	0	0%	0%	0%	18%
2015 kv 3	Statsobligationer	9	100%	100%	100%	100%
2015 kv 3	Säkerställda obligationer	16	8%	12%	8%	34%
2015 kv 3	Företagsobligationer	0	0%	1%	0%	27%
2015 kv 3	Kommunobligationer	0	0%	0%	0%	10%

Källa: FI:s transaktionsrapporteringsystem (TRS).

Transaktionerna på den svenska marknaden för stats- och bostadsobligationer är relativt stora i jämförelse med genomsnittliga transaktionsstorlekar i andra europeiska länder. Sannolikheten är därför stor att merparten av transaktionerna i de likvida obligationerna kommer att kunna tillämpa något av undantagen om nuvarande förslag godkänns av Europeiska kommissionen. Detta skulle innebära att en stor del av transaktioner i likvida instrument kommer att undantas från realtidspublivering.

För den svenska obligationsmarknaden skulle undantagsmöjligheterna innebära att transparensen blir något sämre än i dag. En stor del av informationen kan komma att publiceras med två dagars fördröjning i stället för aggregerat nästkommande dag. Det nya Mifid-regelverket ger dock de nationella tillsynsmyndigheterna möjligheter att besluta om undantag ska beviljas eller inte. Den nivå av transparens som gäller i dag för stats- och säkerställda obligationer i Sverige efterfrågades av marknaden och har funnits under en längre tid. FI kommer därför att ta ställning till nuvarande transparensnivå för obligationer på den svenska marknaden samt se över vilka möjligheter som finns att behålla den även efter det att det nya Mifid-regelverket har trätt i kraft. Även om det kan vara önskvärt att behålla en hög transparens, måste emellertid även risken för negativa effekter som kan komma av nationell särreglering beaktas. En sådan negativ effekt kan vara att handeln flyttar till andra länder som har en annan tillämpning av dessa regler.

<sup>23</sup> För bostadsobligationer är SSTI för order den 40:e percentilen enligt förslagen till tekniska standarder.

## NYA REGLER OCH SANKTIONER

### Nya regler för råvarumarknaden

En betydelsefull nyhet som följer av det nya Mifid-regelverket är att företag som handlar med råvaror kan hamna under FI:s tillsyn. Bakgrunden till den ökade regleringen av råvarumarknaden är den höga volatiliteten på råvarumarknaderna under 2007 och 2008. I bland annat en studie som gjorts i ett samarbete mellan G20-länderna tros den höga volatiliteten ha orsakats av utbuds- och efterfrågechocker, men även spekulation och kursmanipulation har identifierats som källor.<sup>24</sup> En försvårande omständighet är möjligheten för handlare att ta mycket stora positioner i derivatkontrakt i förhållande till det fysiska utbudet av råvarorna. En hög volatilitet på denna marknad är negativ eftersom den skapar en ökad osäkerhet om framtida prisnivåer och därmed kan påverka den långsiktiga industriproduktionen och leda till felaktiga investeringar i råvaror.

Det övergripande motivet till reglering på detta område är därmed att säkra den globala livsmedels- och energiförsörjningen. För att komma till rätta med problemen har G20, Iosco och Europeiska kommissionen sedan 2009 arbetat för förbättrad tillsyn, minskat marknadsmissbruk samt ökad prisstabilitet och transparens på området. I och med detta har regler om positionsbegränsningar, rapportering och tillståndsplikt avseende råvaror tillkommit och kommer börja tillämpas som en del i det nya Mifid-regelverket.

Det nya Mifid-regelverket innebär begränsningar av hur stora positioner som kan tas i råvaruderivat. För den svenska marknaden ska FI ange positionsbegränsningarna, medan övervakningen ska skötas av marknadsplatserna. Värdepappersföretag som handlar i råvaruderivat kommer dagligen behöva rapportera sina egna och sina kunders positioner till den marknadsplats där kontraktet handlas. Marknadsplatserna ska i sin tur rapportera till FI samt offentliggöra en sammanställning över de positioner som finns i respektive investerarkategori och tillgångsklass. Reglerna för råvaruhandel omfattar inte enbart finansiella institut. Svenska bönder, elleverantörer och industriföretag kan komma att omfattas av hela eller delar av regelverket. Eftersom alltför stora positioner i råvaror kan få en negativ inverkan på volatiliteten i marknaden, har EU ansett att införande av positionsbegränsningar är en rimlig åtgärd.

Därutöver kommer de undantag som den nuvarande regleringen av handeln med råvaruderivat medgav att begränsas. Dels måste handel för egen räkning i råvaruderivat utgöra en sidoverksamhet, dels införs kvantitativa gränsvärden för vad som är att betrakta som en sådan verksamhet. Ett företag behöver beräkna sin marknadsandel för handel i råvaruderivat i åtta olika tillgångsklasser och dessa jämförs med gränsvärdena. Om företaget har en hög andel spekulation jämfört med kommersiella placeringar gäller lägre gränsvärden. Den som överstiger ett gränsvärde måste auktoriseras av FI. Överstiger företaget inte ett sådant gränsvärde ska det skicka in årliga anmälningar om undantag. FI anser att det är viktigt att dessa regler utformas så att de inte medför en större administrativ börda för företagen än vad som är motiverat för att uppfylla regleringens syfte att öka stabiliteten på råvarumarknaden.

### Högfrekvenshandel

En aktuell fråga på värdepappersmarknaden gäller den så kallade högfrekvenshandels påverkan på marknaden. Med högfrekvenshandel

<sup>24</sup> Se Report of the G20 Study Group on Commodities under the chairmanship of Mr. Hiroshi Nakaso. Finns på <https://www.cmegroup.com/education/files/G20Nakaso-November202011.pdf>.

menas en form av programvarustyrad handel med värdepapper. Studier har visat att högfrequenshandel kan tillföra likviditet i marknaden.<sup>25</sup> Den likviditet högfrequenshandeln tillför under normal handel kan dock försvinna vid försämrade marknadsförhållanden. När hastigheten i handeln ökar och marknaden för samma värdepapper fragmenteras kan likviditeten bli flyktig och oförutsägbar.

FI anser att det finns risker förknippade med den automatiserade handeln. I en del fall har högfrequenshandeln utlöst så kallade blixtkrascher (flash crashes), en form av krasch där värdet på värdepapper förändras fort under en mycket kort tid. Vissa marknadsaktörers tekniska förspåring har också aktualiserat frågan om handeln sker på lika villkor. Högfrequenshandeln har även fört med sig en oro för nya former av marknadsmissbruk och manipulation. FI har dock inte haft något sanktionsärende vad gäller marknadsmissbruk i samband med högfrequenshandel.

För att hantera riskerna med högfrequenshandeln har det föreslagits vissa åtgärder. Framför allt kommer det nya Mifid-regelverket att medföra striktare krav på system och kontroller, exempelvis obligatoriska volatilitetsskydd på reglerade marknader. Mifid-regelverket inför också krav på marknadsgaranterna att ställa priser och tvingar därmed dessa aktörer att tillföra likviditet mer kontinuerligt. Minsta nivåer för budsteg för att förbättra orderdjupet och göra likviditeten mer förutsägbar kommer också att införas. Marknadsplatsernas samlokaliseringstjänster och avgiftsstrukturer ska vara transparenta och rättvisa. De ska även ha effektiva system för att upptäcka och förhindra marknadsmissbruk vid automatiserad handel.

En viktig del av de nya reglerna är att högfrequenshandeln blir tillståndspliktig. Nu gällande regelverk medger vissa undantag från tillståndsplikt för bolag som handlar för egen räkning. Som värdepappersföretag måste högfrequenshandlarna under det nya Mifid-regelverket leva upp till vissa organisatoriska krav, ha funktioner för riskkontroll och regelefterlevnad, offentliggöra och rapportera transaktioner, uppfylla kapitalkrav samt genomgå auktorisation hos FI. De nya reglerna syftar till en förbättrad insyn och riskkontroll i den här typen av företag. Samtidigt kan man inte utesluta att tillståndsplikten och kvoteringskraven medför att högfrequenshandlarna förändrar sina handelsstrategier till följd av detta. Detta kan i sin tur leda till att högfrequenshandlarnas bidrag till marknadlikviditeten förändras. FI bedömer att det nya regelverket innebär att riskerna med högfrequenshandeln minskar. En eventuell försämring av likviditeten under goda marknadsförhållanden bör vägas upp av en mer robust likviditet när den behövs som mest under stressade förhållanden. Även frekvensen av blixtkrascher bör minska.

### Sanktioner vid marknadsmissbruk

En viktig uppgift för FI är att motverka olika former av marknadsmissbruk, som insiderhandel och kursmanipulation, vilket i sin tur kan leda till informationsgap som kan påverka marknadens funktionssätt negativt. Det har länge funnits förbud mot marknadsmissbruk på såväl nationell nivå som inom EU.

I april 2014 antog EU en förordning om marknadsmissbruk (Mar) och ett direktiv om marknadsmissbruk (Mad 2). Tillsammans ersätter de 2003 års marknadsmissbruksdirektiv (Mad). Enligt Mad 2 ska de

---

25 Se Hagströmer, B och Norden, L. (2013) The Diversity of High-Frequency Traders.

bestämmelser i lagar och andra författningar som är nödvändiga för att följa direktivet vara antagna och offentliggjorda senast den 3 juli 2016. Regelverket ska börja tillämpas samma datum. Även Mar börjar tillämpas detta datum. Regeringen har dock gjort bedömningen att all lagstiftning som krävs till den 3 juli 2016 inte kommer att hinna antas till detta datum. Regeringen har därför föreslagit att vissa lagändringar ska genomföras så att FI får möjlighet att i ett första steg utöva tillsyn i enlighet med Mar som blir direkt tillämplig i samtliga EU:s medlemsländer denna dag. De föreslagna lagändringarna innebär att FI utses till behörig myndighet enligt förordningen, vilket ger FI befogenhet att genomföra ett stort antal uppgifter.<sup>26</sup> Ett fullständigt genomförande väntas inte förän den 1 februari 2017.

Införandet av det nya regelverket skapar en harmonisering inom EU vad gäller förbud och skyldigheter som har med marknadsmissbruk att göra. Det innebär att det inte ska spela någon roll var inom EU som en viss handling utförs, reglerna ska vara desamma. Medlemsstaterna har dock ett visst utrymme att anpassa sin lagstiftning vad gäller vilka befogenheter som de behöriga myndigheterna ska ha och hur sanktionerna ska utformas.

För svensk del innebär det att ett system för administrativa sanktioner föreslås komplettera det befintliga systemet med enbart straffrättsliga påföljder. En utredning som presenterades i juni 2014 föreslår att ansvaret för de administrativa sanktionerna (sanktionsavgifter) ska läggas på FI medan Ekobrottsmyndigheten, EBM, ska vara fortsatt ansvarig för de straffrättsliga påföljderna (böter och fängelse).<sup>27</sup>

Utredningens förslag innebär att FI utreder marknadsmissbruk och, i de fall där brott misstänks, lämnar över ärendet till EBM. Bedömer EBM att överträdelsen begåtts uppsåtligen ska den inleda en undersökning som kan utmynna i straffrättsliga sanktioner. Gör EBM bedömningen att uppsåt saknas ska ärendet lämnas tillbaka till FI för utredning och eventuellt beslut om administrativa sanktioner. Den här modellen förutsätter ett än mer utvecklat samarbete mellan myndigheterna. FI ställer sig bakom utredningens förslag om att inrätta ett sådant vägvalssystem.<sup>28</sup>

### Nya regler om flaggning och nya sanktioner

En annan nyhet på värdepappersmarknadsområdet gäller reglerna om flaggning, där flaggningsskyldigheten har utvidgats från och med den 1 februari 2016 i syfte att öka transparensen när det gäller det ekonomiska intresset i emittenter. De nya reglerna innebär att den flaggningsskyldighet som sedan tidigare gällt för aktier och vissa aktieliknande instrument har utsträckts till att även omfatta andra finansiella instrument med ekonomisk effekt som liknar rätten att förvärva aktier, oavsett om det finansiella instrumentet ger rätt till fysisk avveckling eller inte.

Det har även införts nya sanktioner, för överträdelser av bland annat prospektreglerna och flaggningsreglerna, liknar i hög grad de sanktionsbestämmelser som redan införts för banker och värdepappersbolag. Det innebär

26 Se lagrådsremissen Tillsyn över att EU:s marknadsmissbruksförordning följs (den 4 februari 2016). Lagrådsremissen finns på <http://www.regeringen.se/contentassets/17af6ea23af9477e8f02b199143e400b/tillsyn-over-att-eus-marknadsmissbruksforordning-foljs.pdf>.

27 Se SOU 2014:46 Marknadsmissbruk II.

28 Se FI:s remissvar på SOU 2014:46 Marknadsmissbruk II (Dnr 14-9544).

bland annat att fler ingripandemöjligheter och administrativa sanktioner, i form av sanktionsavgifter, har tillkommit. Förutom att reglerna för beräkningen av avgiftens storlek har ändrats, framgår det nu på ett tydligare sätt vilka omständigheter som ska beaktas när FI beslutar om ingripanden och sanktioner. Dessutom har ansvaret för fysiska personer i ett företags ledning utökats genom att FI får besluta om sanktionsavgift för överträdelse som juridiska personer har gjort sig skyldig till. Det krävs dock att överträdelsen är allvarlig och att personen i fråga uppsåtligt eller av grov oaktsamhet har orsakat överträdelsen.

## CENTRALA MOTPARTER OCH CLEARING

### FI:s tillsyn över centrala motparter

Under 2016 införs obligatorisk central motpartsclearing av vissa OTC-derivat vilket ytterligare ökar de centrala motparternas betydelse för det finansiella systemet. Centrala motparter är emellertid redan i dag systemviktiga företag och ett fallissemang riskerar att få allvarliga konsekvenser för hela det finansiella systemet.

Det centrala regelverket när det gäller tillsynen över dessa företag är Emirförordningen. För att säkerställa att en central motpart har tillräckligt med kapital och en väl fungerande riskhantering krävs auktorisation enligt Emir. En auktorisation innebär att den centrala motpartens rutiner och processer prövas mot varje relevant bestämmelse för att säkerställa att den centrala motparten uppfyller alla krav. Bland annat måste en central motpart ha tillräckligt med kapital och en väl fungerande riskhantering. I mars 2014 auktoriserade FI den första, och hittills enda, svenska centrala motparten, Nasdaq Clearing AB.

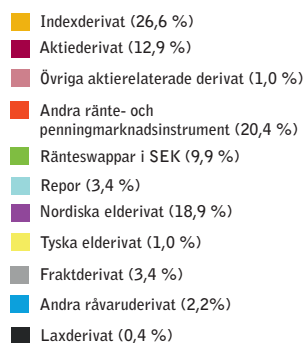
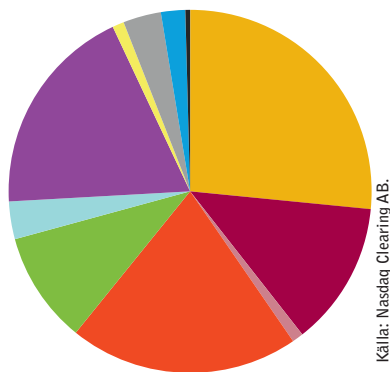
En viktig del av riskhanteringen för en central motpart är interna stresstester. Stresstesterna går ut på att kvantifiera motpartsrisker under extrema men möjliga marknadsförhållanden. Sedan bestäms storleken på den centrala motpartens finansiella resurser utifrån antaganden om clearingmedlemmarnas fallissemang. De totala finansiella resurserna, det vill säga kombinationen av marginalsäkerheter, bidrag till obeståndsfonder och andra finansiella resurser, ska vara tillräckliga för att hantera ett fallissemang av de två clearingmedlemmarna med störst exponeringar. Emir ställer krav på dagliga stresstester för att säkerställa tillräckliga finansiella resurser.

Esma kartlade under 2015 hur olika centrala motparter tillämpar Emirs regler om stresstester. Syftet med kartläggningen var att ta fram lägstanivåer för stresspåslag på de tillgångar som clearas hos centrala motparter. Syftet är att få en konsekvent tillämpning av Emir. Esma kommer utifrån de fastställda nivåerna stresstesta centrala motparter för att mäta den totala motståndskraften. FI deltar i detta arbete och bidrar med synpunkter utifrån den svenska marknaden.

### Nasdaq Clearing AB

Nasdaq Clearing AB erbjuder clearing av derivat på aktier, ränteinstrument, råvaror, frakt, elcertifikat och utsläppsrätter. Företaget erbjuder också clearing av avistahandlade elcertifikat, utsläppsrätter samt repor i ränteinstrument. Clearingen hos Nasdaq Clearing AB är uppdelad på två marknader, den finansiella marknaden och råvarumarknaden. För närvarande har Nasdaq Clearing AB cirka 45 clearingmedlemmar på den finansiella marknaden och cirka 300 på råvarumarknaden. Under ett kvartal clearas cirka 25–30 miljoner avslut till ett nominellt värde av

### 8. DERIVAT SOM CLEARAS PÅ NASDAQ CLEARING AB



7 000–8 000 miljarder svenska kronor i båda marknaderna tillsammans.

Under det gångna året har det skett relativt stora förändringar i exponeringar för derivat på den nordiska elmarknaden och nordiska aktieindex. Exponeringen mot den nordiska elmarknaden har totalt sett minskat, vilket till stor del beror på lägre priser i spotmarknaden. Anledningen till de lägre priserna var generellt sett ökad tillgång på grund av mycket nederbörd och snösmältning och ökad produktion i kärnkraftverken.

Till skillnad från exponeringarna mot elmarknaden så ökade exponeringar i derivat på aktieindex under våren 2015. Detta var ett resultat av att vissa clearingmedlemmar tog stora positioner i OMXS30. Exponeringar har sedan mitten av april minskat på grund av minskade positioner till följd av nedgång i index.

### Tillsynskollegium

De centrala motparternas verksamhet är global och därmed gränsöverskridande. Därför är det av stor vikt att tillsynen över dem sker i nära samarbete med berörda myndigheter i andra länder. Enligt Emir-förordningen ska tillsynen över en central motpart bedrivas av ett tillsynskollegium. Det består av representanter för tillsynsmyndigheterna i de länder där den centrala motparten bedriver sin verksamhet. Dessutom ingår representanter för de centralbanker i vilkas valutor den centrala motparten har en viss omsättning. Arbetet i tillsynskollegiet leds av den tillsynsmyndighet i det land där företaget har sitt säte. FI är ansvarig tillsynsmyndighet för Nasdaq Clearing AB och leder därför tillsynskollegiet för detta företag.

Tillsynskollegiet håller möten minst en gång per år för att utvärdera Nasdaq Clearing AB:s verksamhet. Kollegiet har möjlighet att lämna synpunkter på förändringar av verksamheten. Förutom arbetet i kollegiet håller FI, tillsammans med Riksbanken, kvartalvisa möten med Nasdaq Clearing AB. FI genomför också särskilda undersökningar inom områden av speciellt intresse. Under senare tid har FI genomfört undersökningar som avser itsäkerhet och återhämtningsplaner.

Utöver arbetet med Nasdaq Clearing AB, deltar FI i tillsynskollegiet för det nederländska bolaget EuroCCP som erbjuder clearing i aktier. För FI:s del innebär det granskning av EuroCCP:s riskrapport och deltagande vid det årliga kollegiemötet. FI har även möjlighet att lämna synpunkter på frågor som uppkommer under året.

### Cyberrisker

På senare tid har cyberattacker mot finansiella infrastrukturföretag blivit mer frekventa, sofistikerade och omfattande. Det är därför viktigt att de finansiella företagen ökar sin beredskap för att kunna skydda sig mot dessa hot. Det krävs både investeringar och kompetens för att effektivt kunna bygga ett framgångsrikt försvar mot cyberattacker. Med tanke på sammanlänkningen mellan de finansiella infrastrukturföretagen och övriga finansiella företag är det viktigt att arbetet med att stärka försvaret mot cyberattacker koordineras mellan olika aktörer i den finansiella sektorn.

Frågan om den finansiella sektorns behov av att skydda sig mot cyberrisker och behovet av att samarbeta inom detta område har uppmärksammats på internationell nivå. Ett exempel är CPMI-Iosco som tillsatt en arbetsgrupp som nyligen producerat en "cybervägledning" för finansiella infrastruktur-



företag.<sup>29</sup> Vägledningen kommer att komplettera Principles for financial market infrastructures (PFMI) som är en internationell standard som myndigheter använder i sin tillsyn av de finansiella infrastrukturföretagen.

Ambitionen är att vägledningen ska beslutas under våren 2016. Den kommer sannolikt att bli ett värdefullt verktyg för både finansiella företag och myndigheter i syfte att identifiera lämpliga åtgärder mot det växande cyberhotet. FI och Riksbanken genomförde under våren 2015 en gemensam temaundersökning av Bankgirocentralens, Euroclears, Nasdaq Clearing AB:s samt Nasdaq Stockholm AB:s skydd mot cyberrisker. Undersökningen visar att företagen investerar i förbättrat skydd och att de arbetar med att förbättra sin motståndskraft på området. FI kommer att genomföra djupare individuella undersökningar av företagens cyberskydd under 2016.

### Marginalsäkerheter

För att hantera motpartsrisker hos en central motpart innehåller Emir-förordningen krav på att ställa säkerheter, så kallade marginalsäkerheter. Vid ett fallissemang av en motpart behöver den centrala motparten stänga den öppna position som uppstår när motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Marginalsäkerheterna ska täcka eventuella prisförändringar som kan inträffa tills dess att positionen är stängd. Reglerna för marginalsäkerheter i Emir anger att en central motpart endast ska acceptera mycket likvida säkerheter med minimal marknads- och kreditrisk.

Sedan lång tid tillbaka har icke-säkerställda bankgarantier accepterats som säkerhet vid clearing av el- och gasderivat. Utgivarna av dessa garantier har framför allt varit banker medan motparterna som ställt säkerheterna har varit råvaruproducenter. Användandet har varit omfattande på framför allt den nordiska elmarknaden och anses av branschorganisationer och aktörer ha bidragit till en konkurrenskraftig och likvid marknad som präglas av många olika marknadsaktörer. De nya kraven på marginalsäkerheter skulle därför kunna påverka den nordiska elmarknaden negativt. När Emir-förordningen infördes gavs därför ett treårigt undantag från reglerna. Det innebar att centrala motparter kunde acceptera bankgarantier utan säkerhet vid clearing av el- och gasderivat. Undantaget infördes för att aktörerna skulle ha möjlighet att under en övergångsperiod anpassa sig till de nya kraven. Undantaget löpte ut i början på mars 2016.

Den nordiska elbranschen har tillsammans med Nasdaq Clearing AB försökt få till stånd ett förlängt undantag. Riskerna nu när undantaget har tagits bort är att kostnaderna för framför allt icke-finansiella företag ökar. Det skulle kunna resultera i att de i stället börjar handla mer bilateralt. Det skulle i sin tur kunna minska transparensen på marknaden vilket medför försämrade effektivitet och högre kostnader för konsumenter. Om undantaget hade förlängts skulle det däremot i stället ha inneburit en ökad risk för de centrala motparterna.

Den 18 januari 2016 påbörjade Nasdaq Clearing AB utfasningen av bankgarantier genom att minska garantibeloppet till 75 procent av det genomsnittliga säkerhetskravet. Från och med den 1 mars 2016 accepteras inte längre icke-säkerställda bankgarantier som säkerheter.

<sup>29</sup> Vägledningen finns på: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS-COPD513.pdf>.

## Blockkedjeteknologin

Ett aktuellt ämne inom den finansiella infrastrukturen är användandet av så kallad blockkedjeteknik (Blockchain technology eller Distributed Ledger), det vill säga den teknik som används för det virtuella betalningsmedlet Bitcoin. Tekniken har på senare tid på allvar börjat undersökas för andra ändamål än betalningar. Blockkedjetekniken bygger på att information om flera transaktioner paketeras ihop till ett informationsblock som sedan verifieras av andra användare i systemet. Det ger ett svärmanipulerat decentraliserat system där kontrollen ligger hos nätverkets användare. Inom det finansiella området skulle tekniken kunna effektivisera eller ersätta befintliga system som hanterar till exempel betalningar, clearing, avveckling och kontoföring av finansiella instrument samt hantering av säkerheter.

Tekniken har väckt intresse inom den finansiella sektorn som dagligen hanterar enorma mängder av information och har ett behov av säkra lösningar för katalogisera information. Ett internationellt banksamarbetsprojekt, i vilket ett antal svenska banker ingår, har startats för att utreda och utveckla teknikens olika tillämpningsområden för finanssektorn. Vidare har Nasdaq Stockholm AB börjat använda tekniken för registerföring av onoterade aktier i USA. Förhoppningen är att sänka kostnaderna genom att minska ledtider i transaktionskedjan och reducera antalet moment som kräver manuell hantering. Tekniken kan få stor påverkan, men på vilket sätt är ännu oklart. Beroende på teknikens eventuella framtida användningsområden kommer myndigheter och lagstiftare sannolikt behöva se över befintliga regelverk.

## Återhämtning och resolution av centrala motparter

Trots de centrala motparternas betydelse på finansmarknaden finns det i dagsläget inget regelverk i Sverige eller inom EU för hantering av en central motpart som drabbats av allvarliga finansiella problem.<sup>30</sup> Flera aktiviteter pågår internationellt för att etablera en ordning för återhämtning och resolution av centrala motparter. Återhämtning och resolution syftar till att ett företag ska kunna fortsätta att erbjuda vissa kritiska tjänster även om det drabbas av allvarliga finansiella problem. På så vis äventyras inte den finansiella stabiliteten samtidigt som riskerna minskas för att skattemedel kan komma att behöva användas för att rädda företaget.

I oktober 2014 publicerade CPMI-Iosco rapporten *Recovery of financial market infrastructures*.<sup>31</sup> Den innehåller regler för hur centrala motparter, och andra finansiella infrastrukturföretag, ska ta fram planer för återhämtning (recovery) från en finansiellt ansträngd situation. Financial Stability Board (FSB) publicerade samtidigt en rapport som innehåller principer för att utforma en resolutionsordning för dessa företag.<sup>32</sup> CPMI-Ioscos och FSB:s rapporter kommer att ligga till grund för ett kommande EU-regelverk om återhämtning och resolution av centrala motparter. Förslaget kommer sannolikt att presenteras under 2016.

Under det gångna året har FI tillsammans med Riksbanken granskat återhämtningsplaner för företag inom den finansiella infrastrukturen. Syftet med granskningen har varit att undersöka i vilken utsträckning de återhämtningsplaner som i dag finns på plats följer de riktlinjer som

30 Riksbanken har dock möjlighet att ge likviditetsstöd till ett sådant företag om det är solvent (6 kap. 8 § lagen om Sveriges riksbank).

31 Rapporten finns på <http://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf>.

32 Se FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. Rapporten finns på [http://www.fsb.org/2014/10/r\\_141015/](http://www.fsb.org/2014/10/r_141015/).

CPMI-Iosco ställt upp i sin rapport. FI kan konstatera att företagen upprättat återhämtningsplaner, men att en del arbete återstår innan dessa planer uppfyller de nämnda riktlinjerna. FI avser att löpande följa upp de finansiella infrastrukturbolagens arbete med sina återhämtningsplaner.

## Ordlista

**Ankarinvesterare** En större investerare som inför en börsintroduktion förbinder sig att teckna en viss mängd aktier i utbyte mot en garanterad tilldelning.

**Avveckling (av värdepapper)** En process där värdepapper överförs från säljarens till köparens konto och betalning överförs från köparens till säljarens konto.

**Central motpart** Företag som går in som motpart, det vill säga säljare åt alla köpare och köpare åt alla säljare av de finansiella produkter som handlas.

**Clearingorganisation** Företag som har tillstånd att bedriva clearingverksamhet.

**Clearingverksamhet** Verksamhet som består i att göra avräkningar i fråga om clearingdeltagarnas förpliktelser, träda in som motpart till både köpare och säljare av finansiella instrument, eller på annat sätt ansvara för avveckling av värdepapper.

**CPMI-Iosco** Ett internationellt organ som arbetar med frågor kring den finansiella infrastrukturen. Organet består av representanter från Iosco och från Bank for International Settlements (BIS) Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI).

**Derivat** Samlingsnamn på finansiella kontrakt. Kännetecknande för finansiella derivat är att de är kopplade till händelser eller förutsättningar vid en specifik tidpunkt i framtiden. Värdet på ett derivat är kopplat till värdet på en underliggande tillgång, exempelvis aktier, aktieindex, valutor, räntor eller råvaror.

**Europeiska bankmyndigheten (Eba)** Den myndighet som ansvarar för regleringen av banker inom EU.

**Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa)** Den myndighet inom EU som ansvarar för regleringen av tjänstepensions- och försäkringssektorn inom EU.

**Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma)** Den myndighet som ansvarar för regleringen av värdepappersmarknaden inom EU.

**Iosco, International Organization of Securities Commissions, Internationella organisationen för värdepapperstillsyn** Internationell standardisatande organisation för värdepappersmarknaden.

**Kreditswap (Credit default swap)** Ett derivat där värdet styrs av kreditrisken på det underliggande värdepappret.

**Marknadsgarant (Market maker)** En finansiell aktör som ställer köp- och en säljkurs för ett visst instrument. På så vis understödjer marknadsgaranten likviditeten i instrumentet.

**Mifid (Markets in Financial Instruments Directive)** Ett direktiv om handeln med finansiella produkter som började gälla under 2007. År 2017 ersätts detta direktiv av ett nytt direktiv (Mifid 2) och en ny förordning (Mifir).

**Orderdjup** Förteckning över köp- och säljorder som för tillfället finns på respektive prisnivå, det vill säga hur många som vill köpa eller sälja till ett givet pris.

**OTC (Over The Counter)** Beteckning för derivat som handlas utanför en börs eller handelsplattform.

**Reglerad marknad** En auktoriserad handelsplats som möjliggör att ett flertal köp- och säljintressen sammanförs.

**Repa (repotransaktion)** Ett avtal där den ena parten säljer ett värdepapper samtidigt som man åtar sig att köpa tillbaka det till ett bestämt pris vid en bestämd tidpunkt i framtiden.

**Ränteswap** Ett avtal mellan två parter att under en bestämd tidsperiod byta en viss ränta mot en annan ränta.

**Räntetermin** Ett avtal som medför en rättighet och en skyldighet att vid ett framtida tillfälle köpa eller sälja ett finansiellt instrument till ett förutbestämt pris.

**Stresstest** Analys av olika scenarier för att testa motståndskraften mot oväntade och negativa händelser.

**Systemrisk** Risken att centrala funktioner allvarligt störs eller helt slås ut i hela eller delar av det finansiella systemet.

**Säkerställd obligation** En obligation där innehavaren har förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Kreditrisken är därmed normalt lägre jämfört med obligationer som inte är säkerställda.

**Valutaswap** Ett avtal om byte av en valuta mot en annan under en viss tidsperiod.

**Volatilitet** Ett begrepp som betecknar prISRörligheten hos finansiella instrument. Volatiliteten beskriver hur mycket priset på ett finansiellt instrument varierar.

**Värdepapperscentral (Central värdepappersförvarare)** Företag som är auktoriserat att kontoföra finansiella instrument i ett avstämningsregister. I Sverige är Euroclear Sweden auktoriserad för detta.



Finansinspektionen  
Box 7821, 103 97 Stockholm  
Besöksadress Brunnsgatan 3  
Telefon +46 8 480 980 00  
Fax +46 8 24 13 35  
finansinspektionen@fi.se

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