



FINANSINSPEKTIONEN

Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden

10 MARS 2017





INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	3
Utvecklingen på värdepappersmarknaden	3
Nya regler för värdepappersmarknaden	3
Den finansiella infrastrukturen	4
FI OCH VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	5
Utvecklingen på värdepappersmarknaden	7
TILLSYN OCH REGLERING AV VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	14
Nya regler för värdepappersmarknaden	14
Den finansiella infrastrukturen	20
ORDLISTA	24

Sammanfattning

Målet med Finansinspektionens (FI) tillsyn över värdepappersmarknaden är en stabil och väl fungerande marknad som erbjuder ett högt skydd åt konsumenter. I denna rapport tar FI upp områden som varit i fokus under det senaste året samt reglerings- och tillsynsåtgärder som kommer att vara viktiga framöver. Stora förändringar på värdepappersmarknaden är bland annat de nya regelverk som introduceras med syfte att förbättra förutsättningarna för väl fungerande marknader. Detta innebär bland annat nya regler för marknadsmissbruk och referensvärden samt det nya Mifid-regelverket som medför nya krav på transparens i handeln med finansiella instrument. I rapporten diskuteras även utvecklingen på de olika delarna av värdepappersmarknaden samt tillsynen över de finansiella infrastrukturföretagen och regelverken kring dessa aktörer.

UTVECKLINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

FI:s analys av trender och risker på värdepappersmarknaden fokuserade under 2016 på delområdena räntemarknaden, derivatmarknaden och aktiemarknaden.

Att räntemarknaden fungerar väl är avgörande för att det finansiella systemet ska kunna utföra sina centrala uppgifter. Bland annat är den avgörande för bankernas möjligheter att finansiera sig. Om likviditet på räntemarknaden är dålig kan det orsaka problem som hotar den finansiella stabiliteten. Enligt FI:s analys är marknadslikviditeten för närvarande god men det finns tecken på att riskerna har ökat.

Clearing av derivatinstrument sker hos en central motpart. På så sätt samlas motpartsrisken på ett ställe. För att koncentrationen av motpartsrisk inte ska äventyra den finansiella stabiliteten ställs det höga krav på de centrala motparternas finansiella styrka, styrning och riskhantering. Varje år utvärderar Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esmā), i samarbete med FI, de centrala motparternas motståndskraft i så kallade stresstester. Den övergripande slutsatsen är att motståndskraften i europeiska centrala motparter – och däribland svenska Nasdaq Clearing – är tillräcklig.

Aktiemarknaden fyller en viktig funktion när det kommer till företags finansiering. Under de senaste två åren har antalet börsnoteringar ökat markant. God likviditet och ett högt investeringsintresse gör även Sverige till ett attraktivt land för utländska företag att notera sig i. Detta ställer krav på FI som tillsynsmyndighet. Bland annat genom att övervaka att information till investerare är begriplig och transparent.

NYA REGLER FÖR VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

För att värdepappersmarknaden ska fungera väl krävs bland annat att de som agerar på marknaden känner ett förtroende för marknadens integritet. För att bidra till det samt för att hålla jämna steg med teknikens utveckling har EU antagit en ny marknadsmissbruksförordning (Mar) och ett nytt marknadsmissbruksdirektiv (Mad). Den nya lagstiftningen ger bland annat FI nya utredningsbefogenheter och nya

möjligheter att utfärda sanktioner vid överträdelser av bestämmelserna om marknadsmissbruk.

Referensvärden (benchmarks) är index som används för att bestämma värdet på finansiella instrument och avtal. Viktiga exempel är referensräntor som Stibor och Libor. Manipulation eller försök till manipulation av referensvärden kan få allvarliga negativa konsekvenser för värdepappersmarknaden. Från och med den 1 januari 2018 ska referensvärden därför regleras genom EU:s benchmarkförordning. Förordningen ger FI möjlighet att ingripa mot överträdelser i samband med fastställandet av ett referensvärde.

Det nya Mifid-regelverket för den europeiska värdepappersmarknaden ska skapa förutsättningar för mer effektiva marknader och ett stärkt investerarskydd. Regelverket omfattar fler marknader och fler finansiella instrument än det nuvarande. Ett viktigt medel för att uppnå målet med regelverket är att öka transparensen i handeln med finansiella produkter. Det kommer därför bli viktigt för FI att ta ställning till vilken nivå av transparens som ska gälla och vilka undantag som aktörerna ska ha möjlighet att tillämpa.

DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

FI ansvarar för tillsynen över de finansiella infrastrukturföretagen. FI anser att den finansiella infrastrukturen i Sverige fungerar väl men att det finns utrymme för ytterligare förbättringar. Det gäller inte minst inom områden där centrala delar av verksamheten sköts av andra företag. Infrastrukturföretag har ansvar för till exempel styrning och kontroll även för de delar av verksamheten som läggs ut på en extern part. FI anser även att cyberrisker är ett växande område som infrastrukturföretagen måste fortsätta att arbeta aktivt med.

Ett avbrott i verksamheten hos en central motpart kan snabbt spridas till andra företag och därmed få allvarliga konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Ett annat fokusområde för FI kommer därför att vara Europeiska kommissionens förslag till regelverk för återhämtning och resolution av centrala motparter. Regelverket syftar till att skapa förutsättningar för att en central motpart ska kunna fortsätta erbjuda kritiska tjänster, det vill säga sådana som är nödvändiga för att marknaderna ska fungera väl, även om det drabbas av allvarliga finansiella problem.

FI och värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden består av olika delmarknader där vissa betraktas som viktiga för den finansiella stabiliteten. FI bedömer att det i första hand är ränte- och valutamarknaderna – där företag löpande hanterar sin finansiering och risk – som är viktiga för den finansiella stabiliteten. Aktiemarknaden är betydelsefull eftersom den fungerar som en viktig finansieringskälla för företagen, men själva aktiehandeln är inte avgörande för den finansiella stabiliteten. De företag som ingår i den finansiella infrastrukturen – centrala motparter och centrala värdepappersförvarare – spelar en avgörande roll för att betalningar och värdepapperstransaktioner mellan olika personer och företag ska kunna genomföras och är därför systemviktiga.

FI:S ARBETE PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

FI bedriver tillsyn och deltar i framtagandet av regler för värdepappersmarknaden och dess infrastruktur. FI:s övergripande uppdrag är att arbeta för ett stabilt finansiellt system som präglas av ett högt förtroende med väl fungerande marknader som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster samt ger ett högt skydd för konsumenter. Att värdepappersmarknaden är stabil innebär att den ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner även vid finansiell stress. Stressen kan ha sitt ursprung såväl i allvarliga problem i vissa marknader som i enskilda företag.

Vissa av de företag som FI har tillsyn över är viktiga för den finansiella stabiliteten och benämns därför som systemviktiga. Finansiella problem eller omfattande avbrott hos ett sådant systemviktigt företag – exempelvis en central motpart – kan spridas till andra företag och därmed få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin. Det ligger visserligen i ett företags eget intresse att förhindra att det drabbas av allvarliga problem. Det är dock inte alltid som företagets val av åtgärder är de samhällsekonomiskt mest gynnsamma, exempelvis för att det enbart beaktar konsekvenserna för det enskilda företaget. Det är mot den bakgrunden som de finansiella infrastrukturföretag som är viktiga för den finansiella stabiliteten är föremål för särskild tillsyn och reglering. Ett exempel på en sådan särskild reglering är de kapitalkrav som finns för de centrala motparterna i syfte att höja deras motståndskraft. FI prioriterar i tillsynen dessutom de företag som bedöms som systemviktiga.

Även hela marknader kan vara viktiga för den finansiella stabiliteten. Ett avbrott på en systemviktig marknad kan ge upphov till allvarliga effekter på det övriga finansiella systemet och – i förlängningen – på samhällsekonomin. Till exempel är räntemarknaden central för 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, särskilt handeln med valutaderivat, 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.¹

Aktiemarknaden är viktig för företagens möjlighet att finansiera sig samt för investerare att placera sitt kapital. Aktiemarknaden är dock inte lika viktig för den finansiella stabiliteten som de tidigare nämnda marknaderna. Förklaringen är att ett tillfälligt avbrott på aktiemarknaden sannolikt inte skulle 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. Det är också viktigt att konsumenterna och investerarna får tydlig och korrekt information så att de kan fatta välgrundade beslut.² När det gäller värdepappersmarknaden arbetar FI därför med att bedriva tillsyn över handeln på värdepappersmarknaden, granskning och tillsyn enligt prospektregelverket. FI bär även det yttersta ansvaret för tillsynen över börsbolagens finansiella information.³

Att det finansiella systemet är stabilt och erbjuder ett högt skydd för konsumenterna är emellertid inte tillräckligt. Ett finansiellt system kan vara motståndskraftigt mot finansiell stress samt erbjuda ett högt skydd för konsumenterna och andra investerare, utan att det för den sakens skull tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster. För att kunna göra det måste de finansiella marknaderna även fungera väl. En väl fungerande marknad har ett antal kännetecken. Främst bland dessa är att det råder sund konkurrens, mångfald i utbudet av finansiella tjänster och effektivitet ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.⁴

För att värdepappersmarknaden ska fungera väl krävs även att de som agerar på marknaden känner ett förtroende för marknadens integritet, det vill säga att marknadens spelregler följs. Uppstår det misstankar om att spelreglerna inte följs kan det leda till att seriösa marknadsaktörer lämnar marknaden. Detta kan i sin tur medföra ett marknadsmisslyckande, ytterst genom att vissa tjänster inte finns att tillgå. Även detta faktum motiverar att FI bedriver tillsyn över handeln på värdepappersmarknaden.

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

1 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 inhemsk utlåning.

2 FI:s arbete med att stärka konsumenternas ställning presenteras årligen i en särskild konsumentskyddsrapport.

3 Den löpande redovisningstillsynen bedrivs i dagsläget av börserna. FI har tillsyn över börsernas redovisningstillsyn samt över de svenska företag vars värdepapper är upptagna till handel på en utländsk börs. I januari 2017 skickade FI ett remissvar till Finansdepartementet i vilket FI föreslår att tillsynen över börsernas finansiella information ska bedrivas av ett självregleringsorgan. Se rutan "FI ändrar uppfattning om ansvaret för redovisningstillsynen".

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

synpunkter på förslag till nya regleringar och deltar aktivt i utformningen av dessa, dels inom ramen för EU-myndigheternas arbete, det vill säga Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esmå), Europeiska bankmyndigheten (Eba) samt Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa), dels andra internationella organisationer.⁵

Som tillsynsmyndighet är det viktigt att FI även uppmärksammar och analyserar eventuella negativa konsekvenser av de regler som införs. FI har även ett visst utrymme att tolka de regler som gäller för värdepappersmarknaden. Med stöd av bemyndiganden i lagar och förordningar kan FI i vissa fall komplettera regelverk beslutade av EU respektive av riksdag och regering, genom att ge ut egna föreskrifter eller allmänna råd.

UTVECKLINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

I avsnittet nedan diskuteras några av de områden som FI:s analys av trender och risker på värdepappersmarknaden fokuserade på under 2016.

Räntemarknaden

FI bedömer att räntemarknaden är systemviktig. Ur ett stabilitetsperspektiv är det framför allt viktigt att räntemarknaden har en god likviditet och att den fungerar väl även under stressade förhållanden.

Marknadslikviditet beskriver möjligheten att omvandla tillgångar till likvida medel utan stora prisförändringar. När marknadslikviditeten är god kan företagen därmed lättare utföra sina betalningar, anpassa sina portföljer och reducera risker som de inte vill bära. Under finansiell stress kan marknadslikviditeten försämrå, vilket minskar de finansiella företagens handlingsutrymme. I värsta fall kan marknadslikviditeten försvinna helt, vilket kan medföra att företag blir utestängda från finansiering eller inte har möjlighet att hantera sina risker.

På räntemarknaden sker handeln främst genom marknadsgaranter. Med detta menas företag som åtar sig att till annonserade priser köpa och sälja räntepapper omedelbart på begäran. För att kunna utföra denna uppgift måste marknadsgaranten hålla ett eget lager av värdepapper och tar därmed på sig marknadsrisk.

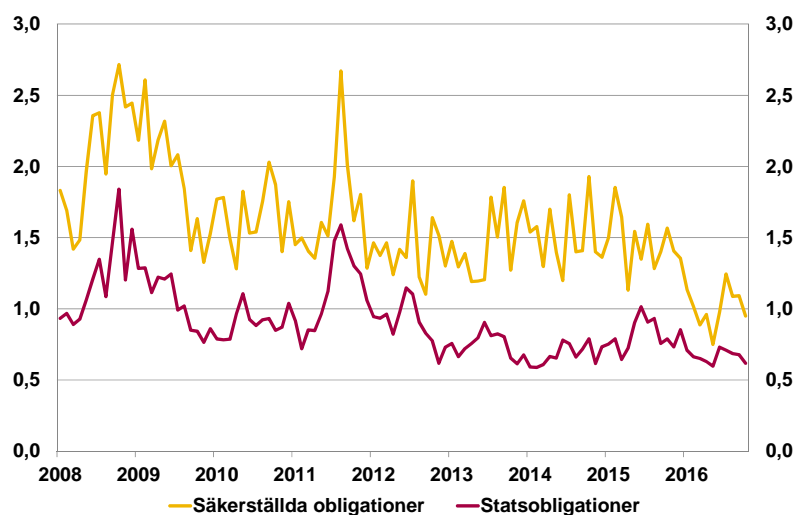
När handel sker via marknadsgaranter kan deras förmåga att fullgöra sin funktion påverka likviditeten på marknaden. Marknadsgaranternas möjlighet att tillhandahålla likviditet beror på deras möjlighet att hantera de risker som uppstår i deras verksamhet. Liksom föregående år visade Riksbankens riskenkät 2016 att många aktörer på de svenska ränte- och valutamarknaderna anser att marknadsgaranterna blivit mindre aktiva och mindre villiga att ställa priser än tidigare. De anser att en anledning till detta är olika finansiella regleringar som gjort handel med värdepapper dyrare för marknadsgaranterna. Enligt marknadsaktörerna så har marknadsgaranternas minskade aktivitet i sin tur försämrått marknadslikviditeten.⁶

⁵ FI är sedan år 2014 medlem av styrelsen för den Internationella organisationen för värdepappersstillsyn (Iosco) samt sedan 2016 vice ordförande i dess europeiska regionkommitté. Mer information om denna organisation finns på www.iosco.org.

⁶ Se Riksbanken, Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt, Hösten 2016.

FI använder ett kvantitativt mått på marknadslikviditet som baseras på prispåverkan. Prispåverkan kan beskrivas som den absoluta avkastningen mellan två på varandra följande transaktioner. FI justerar sedan detta för att få ett löptidsberoende mått som kallas yieldpåverkan. FI ser med detta mått hittills inga tecken på en försämring av likviditeten för säkerställda obligationer eller för statsobligationer (diagram 1).⁷

Diagram 1. Marknadslikviditet (Yieldpåverkan, baspunkter)



Källa: FI

Anm: Diagrammet visar genomsnittlig transaktionskostnad per månad för den svenska marknaden för säkerställda obligationer och statsobligationer. Transaktionskostnaden mäts i yieldpåverkan vilket förenklat är den påverkan som en transaktion har på marknadsräntan. Måttet yieldpåverkan i detta diagram är en vidareutveckling av det mått som användes i FI-analys nr 3, 2015.

FI tog under 2016 även fram ett antal andra kvantitativa indikatorer som fångar sårbarheter som är relevanta för likviditeten på räntemarknaden.⁸ Av de indikatorer som FI har tagit fram visar ett flertal på en något förhöjd sårbarhet inom likviditetsområdet. En sammanslagning av dessa indikatorer visar även att sårbarheten har ökat stadigt under de senaste åren.

En indikator som till exempel innebär en ökad sårbarhet för försämrade likviditet är stigande kostnader för marknadsgaranterna. En annan är att Riksgäldens repofacilitet utnyttjas i hög utsträckning. Om det uppstår brist på statsobligationer kan det påverka likviditeten negativt. Priset på marknaden för valutaswappar som för närvarande ligger på mycket höga nivåer, kan i ett krisscenario påverka finansieringslikviditeten negativt.

Enligt FI:s analys är marknadslikviditeten för närvarande god. Det finns dock tecken på att sårbarheter som är relevanta för både marknads- och finansieringslikviditeten har ökat under de senaste åren. Om sårbarheten är hög så skulle olika störningar kunna leda till att likviditeten sjunker vilket kan orsaka problem som hotar den finansiella stabiliteten. Därför är det viktigt för FI att fortsätta följa utvecklingen.

⁷ Se FI, Stabiliteten i det finansiella systemet (2016:2).

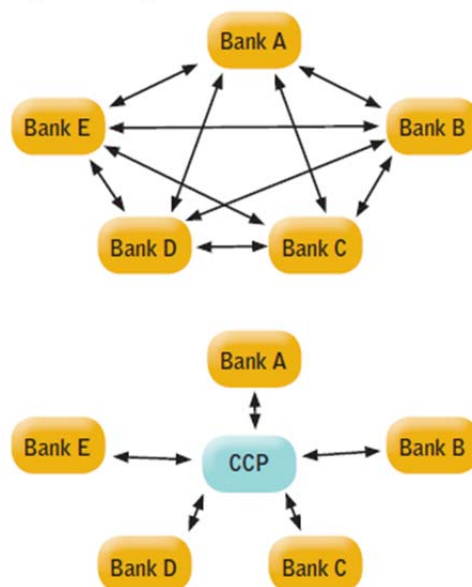
⁸ Se FI-analys 8: Sårbarhetsindikatorer för likviditet.

Derivatmarknaden

I Sverige är derivat ofta standardiserade men handlas till största delen bilateralt (over-the-counter, OTC). Den svenska OTC-derivatmarknaden domineras av de stora bankerna och den största andelen OTC-produkter avser ränteswappar. Handel med derivat kan dock medföra risker, bland annat motpartsrisk. För att förbättra hanteringen av motpartsrisker clearas derivat i stor utstäckning via centrala motparter. Inom EU har även regler för central motpartsclearing av OTC-transaktioner införts genom Emir-förordningen.⁹

Clearing av derivatinstrument sker hos en central motpart. Det är en aktör som träder in som köpare för varje säljare och som säljare för varje köpare. Clearing av derivatinstrument i svenska kronor kan ske både i svenska och utländska system. I Sverige är Nasdaq Clearing den centrala motparten för derivathandeln och står därmed under FI:s tillsyn.

Figur 1. Motpartsrisker koncentreras till ett företag, en central motpart



Anm. Central motpart (CCP)

De nya reglerna om central motpartsclearing enligt Emir har införts successivt inom EU. Det har även införts skärpta kapitalkrav för oclearade derivat. Syftet är att skapa ytterligare incitament för central motpartsclearing. Under 2016 trädde kravet på central motpartsclearing av vissa typer av räntederivatkontrakt i amerikanska dollar, euro, japanska yen och brittiska pund ikraft. Från och med den 9 februari 2017 gäller dessa krav även valutorna svenska kronor, norska kronor samt polska zloty. För derivatkontrakt som inte omfattas av en clearingskyldighet införs successivt från den 4 februari 2017 obligatoriska krav på att ställa säkerheter för utestående förpliktelser i likhet med vad som gäller för clearade kontrakt.

Obligatorisk motpartsclearing i räntederivatkontrakt i svenska kronor infördes nyligen och gäller ännu inte alla typer av motparter. Det är dock värt att notera att omkring 90 procent av de kontrakt som handlas OTC redan clearas. FI anser att detta är en positiv utveckling då det

⁹ Förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

kan bidra till att minska den totala risken inom det finansiella systemet.

Kravet på central motpartsclearing enligt Emir gäller endast för standardiserade OTC-derivat. Troligen har utvecklingen mot en allt större grad av clearing även minskat användandet av skräddarsydda derivatinstrument. Dessa är ofta mer komplicerade och därför svåra att cleara effektivt. FI:s bedömning är att ökad standardisering minskar de operativa riskerna i handeln med OTC-derivat och underlättar riskhantering och tillsyn. En nackdel skulle kunna vara att företag inte kan få en exakt matchning mot sina risker när kontrakten inte skräddarsys. FI anser att fördelarna med ökad transparens och ökad standardisering överväger eventuella nackdelar.

Stresstester av centrala motparter

Esma ska enligt Emir årligen ta initiativ till utvärderingar, stresstester, av de centrala motparternas förutsättningar att hantera en ogynnsam utveckling på marknaden. Visar utvärderingen på brister i motståndskraft kan det leda till krav på åtgärder.

De första resultaten publicerades i april 2016. Utvärderingen omfattade 17 europeiska centrala motparter och genomfördes i samarbete med FI och andra europeiska tillsynsmyndigheter samt Europeiska systemrisknämnden (ESRB). Enligt regelverket ska en central motpart ha tillgängliga finansiella resurser för att täcka de förluster som kan uppstå vid extrema prisrörelser på värdepappersmarknaderna. Detta samtidigt som de exponeringsmässigt två största clearingmedlemmarna fallerar.

Den övergripande slutsatsen är att motståndskraften i europeiska centrala motparter – och däribland svenska Nasdaq Clearing – är tillräcklig. Esma gjorde ett antal observationer som resulterade i rekommendationer om förbättringar. Till exempel bör alla centrala motparter bedöma sina clearingmedlemmars kreditexponeringar mot andra centrala motparter de är medlemmar i. Dessutom har Esma utfärdat individuella rekommendationer till de centrala motparterna där det framgår att de bör ta höjd för ännu mer extrema prisrörelser i olika värdepapper. Esma har publicerat de miniminivåer för extrema prisrörelser för olika tillgångsslag som de rekommenderar.

Esmas utvärdering avgränsades under 2016 till att analysera kreditrisker. Andra riskaspekter, som till exempel likviditetsrisker, kommer att fångas upp av kommande stresstester.

Rapportering av derivattransaktioner och arbete med att förbättra kvaliteten av data

Enligt Emir ska samtliga derivattransaktioner rapporteras till ett transaktionsregister (trade repository, TR). Motparter som ingår, ändrar eller avslutar ett derivatkontrakt ska se till att uppgifterna i kontraktet rapporteras till ett TR. Syftet med rapporteringen är att öka transparensen på derivatmarknaden. Detta för att skapa förutsättningar för förbättrad överblick över derivatmarknaden och bedömning av systemrisker.

Data som rapporteras till transaktionsregister, TR-data, är tillgängliga för de nationella tillsynsmyndigheterna. Esma och de nationella tillsynsmyndigheterna har gemensamt påbörjat ett omfattande projekt för att förbättra kvaliteten och användbarheten av TR-data. Samarbete krävs eftersom Esma har

ansvar för tillsynen av transaktionsregister medan de behöriga myndigheterna har tillsynsansvaret för de rapporterade motparterna.

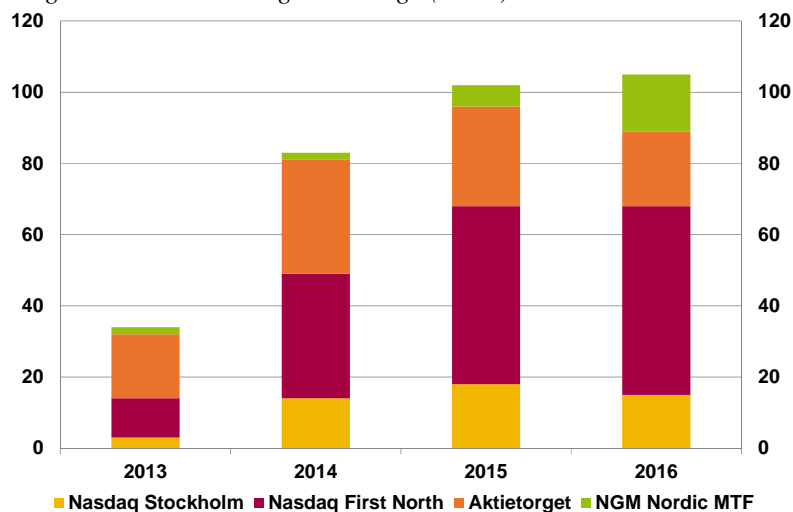
Den del av arbetet som pågick under 2016 omfattade bland annat förberedelser inför revidering av tekniska standarder under Emir.¹⁰ De nya tekniska standarderna godkändes av kommissionen i oktober 2016 och publicerades i Europeiska unionens officiella tidning den 21 januari 2017.

Utöver det gemensamma arbetet tillsammans med Esmas genomför de nationella tillsynsmyndigheterna även återkommande undersökningar och utvärderar data som rapporteras till TR.

Aktiemarknaden

Att aktiemarknaden är stabil och likvid med en god tillförsel av kapital är avgörande för att den ska fungera effektivt. Under 2016 fortsatte de senaste årens tydliga trend med ökat antal nyemissioner och börsnoteringar i Sverige. Detta ställer krav på FI som tillsynsmyndighet. Bland annat genom att övervaka att information till investerare är begriplig och transparent. För FI innebär det ökade antalet bolag som noteras också att fler prospekt avseende erbjudanden till allmänheten måste granskas. Dessutom ökar antalet företag som står under tillsyn för insynsrapportering.

Diagram 2. Aktienoteringar i Sverige (Antal)



Källor: Aktietorget, Nasdaq Stockholm, Nordic MTF

Anm. Diagrammet inkluderar sekundärnoteringar, listbyten från utländsk börs samt spin-offs. Listbyten inom Sverige är exkluderade. First North Stockholm inkluderar även noteringar på First North Premier Stockholm. (Inga noteringar på NGM Equity.)

Den största ökningen av antalet börsnoteringar sker på multilaterala handelsplattformar (Multilateral trading facility, MTF) och inte på reglerade marknader (diagram 2). Det är framförallt mindre bolag som noteras på dessa handelsplattformar. En anledning till att mindre företag väljer att notera sig på en MTF-plattform är att kraven som ställs för att notera sig där är lägre än på reglerade marknader. Eftersom

¹⁰ Tekniska genomförandestandarder för minimikrav på de uppgifter som ska rapporteras till transaktionsregister.

dessa bolag ofta har mindre resurser och förhållandevis kort historik väljer de därför i högre grad att notera sig på en MTF-plattform.

Många bolag som utnyttjar aktiemarknaden för att skaffa kapital är bostadsutvecklingsbolag. FI har även uppmärksammat en ökning av antalet noteringar av utländska bolag på den svenska aktiemarknaden. God likviditet och ett högt investeringsintresse gör Sverige till ett attraktivt land för utländska företag att notera sig i.

FI är den tillsynsmyndighet som under de senaste åren har granskat och godkänt tredje flest aktieprospekt inom det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Det är enbart FI:s motsvarigheter i Storbritannien och Frankrike som har godkänt fler aktieprospekt. Att lågräntemiljön, med billig finansiering för företagen och en fortsatt hög investeringsvilja på aktiemarknaden, driver på detta är påtagligt.

Alternativa nyckeltal

Den 3 juli 2016 trädde Esmas riktlinjer om alternativa nyckeltal ikraft. Ett alternativt nyckeltal är ett finansiellt mått som inte definieras eller anges i emittentens tillämpliga regler för finansiell rapportering, men som används i prospekt eller i annan obligatorisk information som offentliggörs av emittenter. Riktlinjerna syftar till att främja användbarheten och förståelsen av sådana nyckeltal. Detta är någonting som tidigare har saknats och som kommer att förenkla jämförbarheten mellan olika företag på den svenska marknaden då nyckeltalen i prospekt har blivit allt mer komplexa. FI tillämpar Esmas riktlinjer för alternativa nyckeltal i sin tillsyn. Det innebär kontroll av att den finansiella information som emittenter redovisar i prospekt är jämförbar och korrekt.

Offentliga uppköpserbudanden

FI granskar och godkänner erbjudandehandlingar samt har tillsyn över bland annat budgivares skyldigheter. FI följer även de trender som observeras på aktiemarknaden. Under de senaste åren har flera svenska bolag noterade på Nasdaq Stockholm varit föremål för offentliga uppköpserbudanden. Ett offentligt uppköpserbudande är ett erbjudande till aktieägarna i ett bolag (målbolaget) om att förvärva samtliga aktier i målbolaget. Det kan antingen vara ett frivilligt offentligt uppköpserbudande eller ett offentligt uppköpserbudande som föregås av budplikt. Budplikt uppstår när en köpare når 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i ett bolag. När budplikt uppstår måste köparen erbjuda sig att köpa resterande aktier i det bolaget. För att ett offentligt uppköpserbudande ska gå igenom måste aktieägare som står för minst 90 procent av aktierna i målbolaget acceptera erbjudandet. De resterande aktierna, motsvarande högst 10 procent, i målbolaget kan därefter tvångsinlösas av budgivaren.

Sedan 2015 har ett flertal offentliga uppköpserbudanden på bolag noterade på Nasdaq Stockholm inte accepterats. Aktörer på aktiemarknaden har köpt aktier motsvarande minst 10 procent i ett bolag som står under ett offentligt uppköpserbudande och avvisat budet, varpå budet fallit. Budgivaren har då att välja på att antingen höja budet till alla aktieägare i målbolaget direkt, eller vänta i sex månader. Om en budgivare väntar i sex månader, kan denne välja att enbart höja budet för den mindre krets aktieägare som inte redan har accepterat budet.

Vid en sådan situation finns det en risk att likviditeten och handeln i målbolagets aktier under den efterföljande sexmånadersperioden minskar. När det råder osäkerhet kring vad som kommer hända med budet är det svårt att bedöma värdet på aktien vilket kan hämma handeln.

FI ändrar uppfattning om ansvaret för redovisningstillsynen

Att börsnoterade företag lämnar korrekt finansiell information i enlighet med internationella standarder är viktigt för att investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut. Det är även viktigt för förtroendet för marknadens integritet att finansiell information är korrekt. Redovisningstillsynen idag är uppdelad så att de reglerade marknadsplatserna har ansvar för tillsynen över regelbunden finansiell information från noterade bolag. FI ansvarar för tillsynen över de svenska företag som har sina värdepapper upptagna till handel på utländsk börs. FI har även tillsyn över de svenska reglerade marknadernas redovisningstillsyn. 2015 föreslog en statlig utredning att FI skulle ta över redovisningstillsynen för samtliga företag från marknadsplatserna.¹¹ Samtidigt föreslog ett antal branschrepresentanter att en självregleringslösning skulle inrättas.

FI ställde sig inledningsvis positiv till utredningens förslag, bland annat eftersom FI inte ansåg att förslaget till självreglering uppfyllde krav på oberoende i förhållande till de granskade företagen.¹² Sedan ett nytt förslag vuxit fram har FI omprövat sin inställning gällande ansvaret för redovisningstillsynen till förmån för en självregleringslösning.

Bakgrunden till FI:s ändrade inställning är att FI under hösten 2016 inledde en dialog med självregleringsorganet Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (Föreningen) om utformningen av den framtida redovisningstillsynen.¹³ Den föreslagna självregleringslösningen innebär kortfattat att Föreningen granskar börsbolagens finansiella information och rapporterar eventuella överträdelser till FI som har att fatta beslut om en eventuell sanktion. FI anser att Sverige kan få en mer effektiv och flexibel redovisningstillsyn om utförandet delegeras till Föreningen. En självregleringslösning på detta område är dessutom väl i linje med den väletablerade tradition av självreglering som finns på den svenska värdepappersmarknaden.

FI lämnade sitt ändrade remissvar i januari 2017 och frågan bereds för närvarande inom Finansdepartementet.¹⁴

11 SOU 2015:19 En ny ordning för redovisningstillsyn.

12 <http://www.fi.se/sv/publicerat/remissvar/2015/Remissvar-betankandet-En-ny-ordning-for-redovisningstillsyn/>

13 Mer information om Föreningen och dess verksamhet finns på www.godsedpavpmarknaden.se/

14 FI:s remissvar om ansvaret för redovisningstillsynen i Sverige finns på <http://www.fi.se/sv/publicerat/remissvar/2017/fi-andrar-remissvar-om-redovisningstillsyn/>

Tillsyn och reglering av värdepappersmarknaden

Värdepappersmarknaden har genomgått stora förändringar under de senaste åren, bland annat på grund av nya regleringar. Inom EU har en rad reformer genomförts i syfte att förebygga finansiella kriser samt att förbättra regleringen av framför allt systemviktiga företag. Detta kapitel fokuserar på några av de regelverk som kommer att bli centrala för den svenska värdepappersmarknaden framöver.

För att värna om ett stabilt finansiellt system som präglas av ett högt förtroende med väl fungerande marknader finns det regler för företag och privatpersoner som ägnar sig åt finansiell verksamhet eller tillhandahåller finansiell infrastruktur. Utöver att medverka i utformningen av dessa regler följer FI upp och analyserar hur de påverkar värdepappersmarknaden.

FI bedriver också tillsyn över finansiella företag, och till viss del även icke-finansiella företag och privatpersoner, för att övervaka att dessa följer de regler som finns. FI ansvarar för tillsynen över de företag som tillhandahåller finansiell infrastruktur, till exempel börser, handelsplattformar, värdepapperscentraler och clearingorganisationer.

NYA REGLER FÖR VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

En viktig del i FI:s arbete är att skapa förutsättningar för effektiva marknader samt att motverka olika former av marknadsmanipulation. Utöver arbetet med tillsyn över värdepappersmarknaden kommer fokus under 2017 att ligga på genomförandet av nya regelverk.

Mifid-regelverket¹⁵, som infördes 2007, har som syfte att stärka skyddet för investerare samt att öka konkurrensen i handeln med finansiella instrument på värdepappersmarknaden. När regelverket började tillämpas öppnade det upp för konkurrens mellan olika marknadsplatser inom EU. Under senare år har allt fler investerare blivit aktiva på värdepappersmarknaden samtidigt som komplexiteten ökat i produkter och tjänster. 2014 beslutade därför EU om ett nytt och mer omfattande Mifid-regelverk.¹⁶ Det ska börja tillämpas den 3 januari 2018.

I takt med värdepappersmarknadens och teknikens utveckling under senare år har det funnits ett behov av att anpassa regelverken för såväl insiderhandel som marknadsmanipulation. EU har därför också beslutat om en ny marknadsmissbruksförordning (Mar) samt ett nytt marknadsmissbruksdirektiv (Mad). Ett nytt regelverk för referensvärden kommer också att börja tillämpas under 2018. De nya regelverken syftar bland annat till att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden samt att skydda marknadens integritet.

¹⁵ Direktivet om marknader för finansiella instrument.

¹⁶ 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.

Figur 2. Tidslinje över några centrala regelverk på värdepappersmarknaden

	2016	2017	2018	2019	→
Emir	Tillämpning				
Mar	Implementering	Tillämpning			
BMR	Implementering		Tillämpning		
Mifid 2/ Mifir	Implementering		Tillämpning		

Anm. Regelverken är Förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir), Marknadsmissbruksförordningen (Mar), Benchmarkförordningen (BMR) samt direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2/ Mifir).

Ny prospektförordning

I december 2016 enades Europaparlamentet, Rådet och kommissionen om förslaget till den nya prospektförordningen som kommer att ersätta det nuvarande prospektdirektivet från 2003. Den nya prospektförordningen utgör en viktig del i skapandet av en europeisk kapitalmarknadsunion. Syftet är att underlätta för framför allt små och medelstora bolag, att få tillgång till kapitalmarknaden inom EU.¹⁷

En av förändringarna är att små och medelstora bolag kommer att kunna använda sig av en ny typ av prospekt som benämns tillväxtprospekt, med lägre krav på den information som ska ingå. Dessutom begränsas sammanfattningen i ett prospekt till högst sju sidor.

Ytterligare en förändring är att undantaget från prospektskyldighet för upptagande av aktier på reglerad marknad, vid en utspädning av högst 10 procent av antalet aktier, kommer att höjas till högst 20 procent av antalet aktier. Det kommer även bli möjligt för emittenter att förkorta processen och arbetet vid erbjudanden av överlåtbara värdepapper till allmänheten.

Marknadsmissbruk – ny lagstiftning ger FI nya befogenheter

Marknadsmissbruk, som är ett begrepp som omfattar olagliga beteenden på värdepappersmarknaden, kan skada förtroendet för marknadens integritet och därmed leda till mindre välfungerande marknader. Mot bakgrund av det har EU antagit en ny marknadsmissbruksförordning (Mar) och ett nytt marknadsmissbruksdirektiv (Mad). Den 1 februari 2017 trädde den svenska lagstiftningen som genomför Mar och Mad i

¹⁷Mer information om kapitalmarknadsunionen finns på http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm

kraft. Detta ersätter i princip befintlig lagstiftning på området, inklusive regelverket för insynsrapportering.

En skillnad i förhållande till den tidigare lagstiftningen är att Mar och Mad även omfattar handel och beteenden på MTF-plattformar och på organiserade handelsplattformar (Organised trading facility, OTF), en förändring som också återfinns i det nya Mifid-regelverket. Större krav ställs även på MTF-plattformar och OTF-plattformar att övervaka handel och rapportera misstänkta transaktioner till FI. Tidigare gällde marknadsmissbruksreglerna bara handel med börsnoterade värdepapper. Syftet med att inkludera fler handelsplattformar i lagstiftningen är att säkerställa att marknadsmissbruk är entydigt förbjudet, oavsett var det finansiella instrumentet handlas.

Den nya lagstiftningen ger FI nya utredningsbefogenheter och möjlighet att utfärda sanktioner vid överträdelser av bestämmelserna om marknadsmissbruk. FI anser att den nya lagstiftningen kommer öka möjligheten att skydda värdepappersmarknadens integritet vilket kan bidra till större tillit bland investerare, företag och banker.

FI:s utökade utredningsbefogenheter

FI:s nya utredningsbefogenheter när det gäller misstänkta överträdelser av bestämmelserna om marknadsmissbruk innebär bland annat befogenhet att genomföra gryningsräder. Det innebär att FI kan gå in i verksamhetslokaler för att till exempel ta handlingar i beslag. En annan nyhet är att FI tillfälligt kan förbjuda någon att utföra viss verksamhet. Det blir även möjligt att använda två typer av processuella tvångsmedel, kvarstad och betalningssäkring.

Vissa ärenden som hittills har handlagts av åklagare nu ska utredas av FI. Till exempel ärenden som rör ringa och oaktsamma överträdelser av förbuden mot insiderhandel och marknadsmanipulation. FI har sedan tidigare haft ansvaret att utöva tillsyn över insynsrapporteringen men FI har inom detta område fått nya uppgifter på grund av en ny fördelning av ärenden mellan åklagare och FI.

FI samverkar med Ekobrottsmyndigheten (EBM) för att säkerställa ett effektivt arbete i kampen mot marknadsmissbruk. I och med den nya lagen förändras och fördjupas samarbetet mellan de två myndigheterna. FI kommer framöver att ha ansvaret för att utreda ringa överträdelser av bestämmelserna om marknadsmissbruk medan allvarliga överträdelser även fortsatt kommer att utredas av EBM. De nya utredningsbefogenheterna ställer högre krav på FI:s verksamhet och sammantaget utgör den nya lagstiftningen ett nytt, mer aktivt sätt att arbeta mot marknadsmissbruk.

FI:s sanktioner och ingripanden

FI ska ingripa mot överträdelser av bestämmelserna om marknadsmissbruk. Mindre allvarliga överträdelser, som hittills har handlagts av åklagare, ska framöver hanteras av FI som då ska ingripa genom så kallade sanktionsförelägganden. Om det finns anledning att anta brott, ska ärendet även i fortsättningen lämnas till åklagare.

Den nya lagstiftningen kännetecknas av att sanktionsbeloppen höjts märkbart. När det gäller överträdelser av bestämmelserna om insynsrapportering har de högsta tillåtna sanktionsbeloppen i vissa fall höjts mer än tiofaldigt.

Nya regler för referensvärden

Referensvärden (benchmarks) är index som används för att bestämma värdet på en stor mängd finansiella instrument och avtal. Exempel på detta är aktieindex, referensräntor och råvaruindex. Referensvärden är avgörande vid prissättningen av även gränsöverskridande transaktioner inom EU och ska därmed hanteras så att de bidrar till en effektivt fungerande inre marknad för ett stort antal olika finansiella instrument och tjänster. I samband med den senaste finanskrisen ledde misstankar om manipulation av referensvärden till att myndigheter genomförde olika internationella granskningar. I vissa fall fanns det indikationer på att manipulation förekommit. Några av de allvarligaste fallen rör manipulation av referensräntor, såsom Libor och Euribor.¹⁸

När manipulationen av referensvärden uppdagades blev det tydligt att många aktörer inte ansåg detta vara kriminellt utan snarare en accepterad gråzon. Det var även svårt för myndigheter att driva processer mot institut och privatpersoner på grund av få befogenheter enligt de då gällande regelverken. Eftersom manipulation eller försök till manipulation av referensvärden kan få allvarliga konsekvenser för marknaden och kan leda till förluster för investerare och konsumenter samt påverka den reala ekonomin negativt har det inom EU ansetts nödvändigt att komplettera det allmänna förbudet mot marknadsmanipulation med att förbjuda manipulation av själva referensvärdet. I Mar regleras därför beteenden relaterade till referensvärden specifikt.

En del EU-länder har även tidigare haft vissa regler och tillvägagångssätt för att hantera referensvärden men dessa har skiljt sig åt mellan medlemsstaterna. För att komma till rätta med detta har referensvärden även reglerats inom EU genom benchmarkförordningen som trädde i kraft den 30 juni 2016, med tillämpning från och med den 1 januari 2018.¹⁹ De aktörer som framför allt kommer att påverkas är administratörer, det vill säga de som kontrollerar tillhandahållandet av referensvärden. De nya reglerna för administratörer kommer bland annat att ställa krav på kontroll och övervakning samt på dokumentation och transparens. Förordningen innebär även ökat ansvar för rapportörer av dataunderlag till referensvärden samt för användare av referensvärden.

Det finns i dag svenska index som används som referensvärden för finansiella instrument. Många av dessa administreras av aktörer som redan står under FI:s tillsyn. Dessa kommer behöva ansöka om att bli registrerade administratörer. De aktörer som inte står under FI:s tillsyn kommer att genomgå en mer omfattande process för auktorisation.

FI har tillsammans med andra tillsynsmyndigheter verkat för att referensvärden som är systemviktiga eller extra känsliga för manipulation ska vara hårdare reglerade än andra referensvärden. Utgångspunkten har varit att regleringen av referensvärden bör vara proportionerlig för att inte orsaka alltför stora administrativa bördor. Det har resulterat i att referensvärden som bedöms kunna påverka den finansiella stabiliteten eller realekonomin mest kommer att klassas som kritiska. För

¹⁸ London Interbank Offered Rate och Euro Interbank Offered Rate.

¹⁹ Att en rättsakt inom EU träder i kraft ett visst datum innebär oftast inte att reglerna ska tillämpas från just den dagen utan innebär endast att de får allmän giltighet. För att medlemsländerna ska hinna anpassa sig kan därför nya bestämmelser bli tillämpliga vid en senare tidpunkt.

dess referensvärden ska den behöriga myndigheten inrätta ett tillsynskollegium. Det finns ännu inga referensvärden i Sverige som har klassats som kritiska men om detta sker är det FI:s uppgift att inrätta ett kollegium.

Förhoppningen med det nya regelverket är att referensvärden ska bli svårare att manipulera och bli mer transparenta. Förbättrad styrning och kontroll samt en tydligare ansvarsfördelning ska bidra till att minska intressekonflikter. Det kommer även att bli lättare för FI och andra myndigheter att ingripa om fall av överträdelser påträffas i samband med fastställandet av ett referensvärde.

Det nya Mifid-regelverket

Det nya Mifid-regelverket som ska börja tillämpas den 3 januari 2018 har det övergripande syftet att skapa förutsättningar för mer effektiva marknader och ett stärkt investerarskydd. De nya reglerna innehåller krav inom en mängd områden som kan få konsekvenser för hur handeln med värdepapper och tillhandahållande av värdepapperstjänster organiseras.

Pågående föreskriftsarbeten med anledning av det nya Mifid-regelverket

Med anledning av genomförandet av det nya Mifid-regelverket kommer FI att föreslå vissa ändringar i sina föreskrifter. Föreskrifterna ska vara genomförda den 3 juli 2017 och börja tillämpas den 3 januari 2018 i anslutning till att motsvarande ändringar i lagen om värdepappersmarknaden genomförs.

I förslaget till nya föreskrifter kommer det att ställas högre krav än tidigare för att få driva en handelsplats. Syftet med det är bland annat att säkerställa effektiv tillsyn i takt med den tekniska utvecklingen, till exempel inom områden som högfrequenshandel och marknadsmissbruk. I de ändringar i föreskrifterna som FI kommer att föreslå kommer de företag som vill ansöka om tillstånd att driva en reglerad marknad eller en handelsplattform därför att behöva lämna in ett mer omfattande underlag för tillståndsprövning än vad som tidigare har varit fallet.

Det nya regelverket innebär även att tre nya datarapporterings-tjänster blir tillståndspliktiga och hamnar under FI:s tillsyn. Dessa tjänster kallas godkänt publiceringsarrangemang (Approved publication arrangement, APA), tillhandahållare av konsoliderad handelsinformation (Consolidated tape provider, CTP) och godkänd rapporteringsmekanism (Approved reporting mechanism, ARM). Syftet med att de nya tjänsterna blir tillståndspliktiga är att säkerställa kvaliteten både på den information som ska publiceras, och bidra till ökad transparens samt på data som ska rapporteras till FI.

I och med att nya transparenskrav införs i det nya Mifid-regelverket behöver de nuvarande föreskriftsbestämmelserna om transparens upphävas. Det vill säga offentliggörande av köp- och säljbud och genomförda transaktioner samt reglerna om systematiska internhandlare. Detta för att undvika dubbelreglering då de nya kraven kommer att bli direkt gällande.

Med anledning av den ökade komplexiteten i finansiella produkter och tjänster finns det krav i det nya Mifid-regelverket som syftar till öka investerarskyddet. I FI:s nya föreskrifter kommer det även att föreslås

vissa ändringar för att förbättra kundskyddet. Ändringarna rör bland annat områdena säkerställande av kunders medel och finansiella instrument, ersättning till och från tredjepart samt produktstyrning.

Förslagen om ändringarna i FI:s föreskrifter kommer remitteras externt i mitten av mars 2017. Ändringarna i FI:s föreskrifter följer samma tidsplan som de lagändringarna som ska genomföra och anpassa nationell rätt till det nya Mifid-regelverket.

Transparenskrav

Transparenskraven enligt det nya Mifid-regelverket innebär att marknadsoperatörer och värdepappersföretag måste publicera information om köp- och säljkurser samt avslutspriser och volymer. Det nuvarande Mifid-regelverket omfattar endast krav på att publicera priser och volymer för aktier. I det nya Mifid-regelverket införs regler för alla typer av finansiella instrument och kommer gälla för handel både på handelsplatser och utanför (OTC). Huvudregeln är full och omedelbar transparens, men kraven lämnar även utrymme för att det förekommer situationer där olika typer av undantag kan behövas för att marknaderna ska fungera effektivt. Undantag kan till exempel röra skyldigheten att publicera köp- och säljkurser i transaktioner över en viss storlek eller möjlighet att skjuta upp publiceringen av priser och volymer för genomförda transaktioner.

När det nuvarande Mifid-regelverket infördes beslutade Sverige om krav på skyldighet att offentliggöra information efter handel även för andra finansiella instrument än aktier. Bestämmelserna omfattar därför redan idag transaktioner med skuldebrev (eller terminer och optionskontrakt med skuldebrev som underliggande), till exempel obligationer. Nuvarande publiceringskrav för skuldebrev innebär att information ska publiceras på aggregerad nivå nästkommande handelsdag. För att få en uppfattning om hur det nya Mifid-regelverket skulle kunna påverka den nuvarande transparensen har FI analyserat den svenska obligationsmarknaden. FI:s slutsats är att de undantagsmöjligheter som finns i det nya Mifid-regelverket sannolikt skulle innebära att transparensen på den svenska obligationsmarknaden försämras.²⁰ FI kommer under våren att utöka analysen för att kunna ta ställning till hur olika typer av undantag och uppskjutanden för icke-aktierelaterade instrument ska tillämpas.

På derivatmarknaden kommer kraven på transparens även att påverkas av nya regler om handelsskyldighet och av vilka derivat som anses handlas på en handelsplats. Esma har publicerat ett förslag som innebär att de mest likvida räntederivatena ska handlas på en handelsplats, vilket också innebär att de träffas av de nya transparenskraven.²¹

Positionslimiter

Med det nya Mifid-regelverket införs begränsningar i hur stora positioner som kan tas i råvaruderivat. Syftet med begränsningarna är att komma tillrätta med den höga volatiliteten i råvarupriser på den globala råvarumarknaden. FI kommer därför att ansvara för att fastställa positionslimiter i råvaruderivatkontrakt som handlas på handelsplatser och OTC-kontrakt som ekonomiskt motsvarar dessa. Positionslimiterna kommer att tas fram genom beräkningsmetoder som Esma har

²⁰ Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden, 10 mars 2016

²¹ Discussion Paper, The trading obligation for derivatives under MiFIR, 20 September 2016

fastställt. Esma måste även godkänna de limiter som FI föreslår. Reglerna om positionslimiter omfattar inte enbart finansiella institut utan även svenska bönder, elleverantörer och industriföretag kan komma att påverkas. FI arbetar för närvarande med att ta fram rutiner för hur positionslimiterna ska kommuniceras till marknaden.

Esma-förordningen i förhållande till EES-avtalet

I anslutning till EU:s regelgivning sker en separat process för att införliva unionslagstiftningen i EES-avtalet som reglerar unionsrätten i förhållande till Efta-länderna Norge, Island och Liechtenstein. Hösten 2016 införlivades Esma-förordningen i EES-avtalet och de tre Efta-länderna ingår nu i det europeiska tillsynssamarbetet men utan rösträtt. Inom EES har tillsynsarbete en annan struktur och Esma-förordningen har modifierats i grunden när det gäller EES-avtalet, särskilt när det gäller vem som fattar beslut om ingripanden (som fattas av Eftas övervakningsmyndighet) och medling mellan EU:s tillsynsmyndigheter (till exempel FI) och Eftas tillsynsmyndigheter (till exempel norska Finanstilsynet). Mot bakgrund av sammanlänkningen mellan den svenska och den norska värdepappersmarknaden kommer detta att medföra att alltmer samarbete sker inom ramen för det europeiska samarbetet. För Efta-länderna innebär detta ett närmare samarbete med EU:s institutioner.

DEN FINANSIELLA INFRASTRUKTUREN

En aktiv, riskbaserad, tillsyn

FI har ansvaret för tillsynen över företag som är centrala för infrastrukturen på värdepappersmarknaden. Det handlar om reglerade marknader, handelsplattformar, institut som registerhåller värdepapper (CSD) samt clearingorganisationer. Av de verksamheter som FI har tillsyn över betraktas följande vara systemviktiga:

- Euroclear Sweden AB – avvecklingssystem för värdepapper.
- Nasdaq Clearing AB – central motpart för finansiella derivat, råvaruderivat samt repor.
- Bankgirocentralen BGC (Bankgirot) – clearing av massbetalningar.
- De utländska infrastruktursystemen EuroCCP (clearing av aktier) och LCH.Clearnet (clearing av bland annat aktie- och räntederivat) genom internationella tillsynskollegier.

Tillsynsarbetet liksom utvecklingen av nya regelverk för infrastrukturen bedrivs i nära samarbete med andra internationella tillsynsmyndigheter och samarbetsforum för att säkerställa en harmoniserad implementering och tillämpning av internationell lagstiftningen.

Den finansiella infrastrukturen är stabil och välfungerande men det finns utmaningar

FI bedömer att den finansiella infrastrukturen i Sverige fungerar väl och har en hög operationell tillförlitlighet. Det finns dock utrymme för ytterligare förbättringar hos infrastruktur företagen och på regelgivningsnivå finns viktiga frågor att besluta om. Under det kommande året finns det flera områden som är av särskilt intresse.

Arbetet med kommissionens förslag till regelverk för återhämtning och resolution av centrala motparter kommer att fortgå. Centrala motparter har en stor och växande betydelse i den finansiella infrastrukturen. Att det saknas ett sådant regelverk (vilket finns för banker) kan innebära svåröverskådliga och negativa konsekvenser för den finansiella stabiliteten om en central motpart hamnar i problem.

Auktorisation av Euroclear Sweden AB enligt förordningen om värdepapperscentraler (CSDR) kommer att vara en viktig fråga för FI. Det nya regelverket innehåller avsevärt fler detaljbestämmelser än det existerande svenska regelverket. Anpassningsarbetet ställer därmed stora krav på de företag som träffas av regleringen, till exempel uppgradering av det befintliga VPC-systemet, ett arbete som inte bara berör Euroclear Sweden utan även alla deltagare som avvecklar värdepapperstransaktioner i VPC-systemet. FI anser att det är särskilt viktigt att begränsa de löpande operativa riskerna i systemet under detta arbete, vilket ställer stora krav på intern styrning och kontroll.

Utöver arbetet med utformning och genomförande av nya regelverk på området anser FI att det är av stor vikt att infrastruktur företagen fortsätter att förbättra sin interna styrning och kontroll. Det gäller inte minst inom områden där centrala delar av verksamheten sköts av andra företag, oavsett om det sker inom eller utanför samma företagskoncern. Ansvaret för verksamheten kan inte outsourcas och för att ta det ansvaret krävs bland annat kompetens, processer och tydlig styrning i det tillståndspliktiga företaget.

FI anser även att infrastruktur företagens arbete med att bedöma och motverka cyberhot måste fortsätta vilket kräver ett aktivt arbete både på operativ nivå och på strategiskt ledningsnivå.

Återhämtning och resolution av centrala motparter

Genom krav på obligatorisk motparts clearing och en ökad andel frivillig clearing har de centrala motparternas betydelse ökat. Efter att kravet på clearing införts har andelen clearade räntekontrakt på OTC-marknaden i Europa ökat från cirka 36 procent 2009 till cirka 60 procent vid slutet av 2015.²²

Som tidigare nämnts ställs det höga krav på centrala motparters motståndskraft, styrning och riskhantering vilket har resulterat i att risken för fallissemang är relativt låg. De centrala motparternas ökade betydelse medför dock att ett fallissemang skulle kunna få mycket allvarliga konsekvenser för de finansiella marknaderna. Det finns därför ett behov av att, liksom redan skett för banker, införa regler för återhämtning och resolution för centrala motparter.

Återhämtning och resolution syftar till att ett företag ska kunna fortsätta att erbjuda kritiska tjänster, det vill säga funktioner och tjänster som är nödvändiga för att finansiella marknader ska fungera, även om företaget 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.

Avsaknaden av regelverk för hantering av en central motpart som hamnar i finansiella problem har under de senaste åren lett till flera

²² http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-3990_en.htm

initiativ, främst på global nivå. Både CPMI-Iosco och Financial Stability Board (FSB) har publicerat rapporter i ämnet.²³

I november 2016 presenterade kommissionen ett lagförslag avseende ett ramverk för återhämtning och resolution som berör centrala motparter, dess deltagare och eventuella moderbolag till centrala motparter. Förslaget bygger på den lagstiftning som gäller för resolution av banker men är anpassat för centrala motparter vad avser hantering av obestånd och operationella rutiner, speciellt med avseende på fördelning av förluster. Det finns även en avsikt att koordinera arbetet med det som görs på global nivå inom FSB. Kommissionens förslag till förordning ska behandlas av Europaparlamentet och Rådet innan den kan antas.

Förslaget innebär att en central motpart ska ta fram en återhämtningsplan för hur den ska hantera situationer när de resurser som Emir kräver för obeståndssituationer riskerar att inte räcka till. Planen ska granskas av tillsynsmyndigheten. De centrala motparternas tillsynsmyndigheter ska få särskilda verktyg för att kunna vidta åtgärder innan en central motpart går omkull eller dess aktiviteter kan skada den finansiella stabiliteten

En resolutionsmyndighet ska utses som bland annat ska vara ansvarig för att ta fram en resolutionsplan per central motpart. Resolutionsplanen ska ange hur en central motpart kan omstruktureras och dess kritiska funktioner bevaras om en återhämtning skulle misslyckas. Resolutionsmyndigheten ska även etablera ett resolutionskollegium för samarbete med andra nationella myndigheter. Om en central motpart fallerar eller troligtvis kommer att falla och om inga privata initiativ bedöms kunna hindra ett fallissemang, samt att resolution ligger i det allmännas intresse, ska resolutionsmyndigheten försätta den centrala motparten i resolution.

Resolutionsmyndigheten kommer att ha vissa resolutionsverktyg. De ska användas i syfte att minimera kostnaderna för staterna och skattebetalarna. I stället ska den privata sektorn bära en stor del av kostnaderna (till exempel aktieägare och clearingmedlemmar).

Nya regler om värdepapperscentraler

Värdepapperscentraler är viktiga aktörer inom den finansiella infrastrukturen. Deras uppgift är primärt att registrera värdepapper, tillhandahålla värdepapperskonton samt att sköta avveckling av affärer. Med avveckling menas överföringen av värdepapper från säljarens till köparens konto och motsvarande överföring av betalning från köparens till säljarens konto. I Sverige är det Euroclear Sweden som avvecklar transaktioner från ränte- och aktiemarknaden samt vissa derivattransaktioner. Euroclear Sweden registrerar och kontohåller även värdepapper samt för aktieägarregister åt anslutna bolag.

På grund av värdepapperscentralernas nyckelposition på värdepappersmarknaden är det av stor vikt att de fungerar bra även under stress. Förordningen om värdepapperscentraler (CSDR) trädde i kraft i september 2014 och bemöter några av de risker som finns inom av-

²³ CPMI-Iosco, april 2012, *Principles for financial market infrastructures*, CPMI-Iosco, oktober 2014 *Recovery of financial market infrastructures*, Financial Stability Board (FSB), oktober 2014 *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* FSB Discussion note 2016-08-16 *Essential aspects of CCP Resolution Planning*.

vecklingsystem för värdepapper. Ett syfte med förordningen är till exempel att uppnå förbättrad säkerhet genom att främja att värdepapper avvecklas i rätt tid. Förordningen syftar också till att införa harmoniserade regler för värdepappersavveckling inom EU. Arbete pågår fortfarande med att utforma detaljer i regelverket och genomförandet sker stegvis.

Förordningen medför en mängd krav på värdepapperscentraler, exempelvis vilken typ av verksamhet en värdepapperscentral får bedriva och hur den ska vara organiserad, framför allt med hänsyn till riskhantering och ansvarsfördelning. Värdepapperscentraler ska lämna in sin ansökan om auktorisation till FI inom sex månader efter att vissa tekniska standarder trätt i kraft, vilket förväntas ske inom kort. De nya kraven måste vara uppfyllda för att en värdepapperscentral ska kunna auktoriseras enligt CSDR.

Ordlista

Alternativt nyckeltal Finansiellt mått som inte är direkt identifierbart i emittentens räkenskaper (exempelvis i resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys) där belopp läggs till, dras bort eller divideras. Ligger utanför de mått som definieras i tillämpliga regler för finansiell rapportering (till exempel IFRS och årsredovisningslagen).

Avveckling (av värdepapper) Slutlig reglering av skuld genom att värdepapper överförs från säljarens till köparens konto och betalning överförs från köparens till säljarens konto.

Betalningssäkring Säkerhetsåtgärd för statliga fordringar som innebär att egendom tas som säkerhet för en viss skuld.

Central motpart Finansiellt företag som träder in som motpart, det vill säga säljare åt alla köpare och köpare åt alla säljare, vid handel med finansiella instrument på en marknad.

Clearingorganisation Företag som har tillstånd att bedriva clearingverksamhet och som medverkar till clearing- och avveckling av affärer med finansiella instrument.

CPMI-IOSCO Samarbete mellan representanter från Iosco och från Bank for International Settlements (BIS) Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) med frågor kring den finansiella infrastrukturen.

Derivat Finansiellt instrument som innebär överenskommelser om 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) Myndighet som upprättar gemensamma reglerings- och tillsynsstandarder samt ansvarar för regleringen av banker inom EU.

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

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

Rådet för finansiell stabilitet (FSB) Internationellt organ som verkar för att främja finansiell stabilitet genom att övervaka det globala finansiella systemet samt utfärda rekommendationer.

Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (IOSCO) Internationell standardsättande organisation för värdepappersmarknaden.

Kvarstad Tillfällig åtgärd i väntan på att en domstol avgör ett ärende som innebär att kronofogdemyndigheten kan säkerställa egendom så att den inte förstörs eller på annat sätt försvinner.

Marknadsgarant (Market maker) Finansiell aktör som ställer köp- och säljkurser för ett visst finansiellt instrument och på så vis understödjer likviditeten i instrumentet.

Mifid-regelverket Direktivet om marknader för finansiella instrument som började gälla under 2007. År 2018 ersätts detta direktiv av ett nytt direktiv (Mifid 2) och en ny förordning (Mifir).

Multilateral handelsplattform (MTF-plattform) Handelssystem som organiseras och tillhandahålls av ett värdepappersföretag eller en marknadsoperatör som sammanför flera tredjeparter som vill köpa och sälja finansiella instrument.

OTC (Over The Counter) Handel med finansiella instrument utanför en börs eller handelsplattform.

Organiserad handelsplattform (OTF-plattform) Handelssystem som organiseras och tillhandahålls av ett värdepappersföretag eller en marknadsoperatör som sammanför flera tredjeparter som vill köpa och sälja obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter eller derivat.

Referensvärde (Benchmark) Index som används att bland annat för att mäta värdet på ett finansiellt instrument eller för att mäta en investeringsfonds resultat.

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

Ränteswap Avtal mellan två parter om byte av en viss ränta mot en annan ränta att under en i förväg bestämd tidsperiod.

Räntetermin 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.

Systematisk internhandlare Värdepappersföretag som i en organiserad, frekvent och väsentlig omfattning handlar för egen räkning när de utför kundorder utanför ett handelssystem.

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

Systemviktig Finansiella företag och marknader som är viktiga för den finansiella stabiliteten.

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

Transaktionsregister (TR) Företag som tar emot rapportering och registerför uppgifter om derivat.

Valutaswap Avtal mellan två parter om byte av en valuta mot en annan under en i förväg bestämd tidsperiod.

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

Yieldpåverkan Mått på marknadslikviditet som speglar den förändring av marknadsräntor som kan observeras mellan två transaktioner utförda samma dag i en obligation.



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon +46 8 408 980 00
Fax +48 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se