

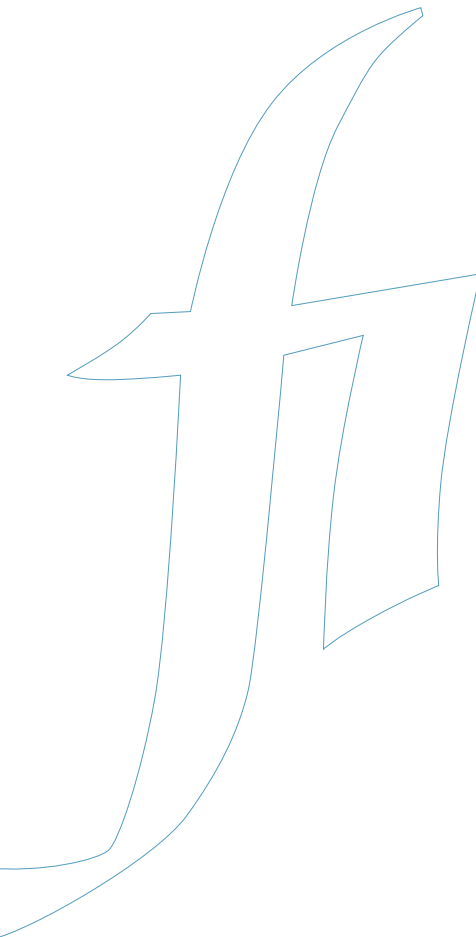


FINANSINSPEKTIONEN

Tillsynen över värdepappersmarknaden

12 MARS 2015





INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	3
FI OCH VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	5
Målsättningen för FI:s arbete	5
på värdepappersmarknaden	5
Utvecklingen på värdepappersmarknaden	6
TILLSYN OCH REGLERING AV VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	11
Finansiell infrastruktur	11
Nya regler för handel med finansiella produkter	15
Handels- och redovisningstillsyn	18
ORDLISTA	22

Sammanfattning

Målsättningen med Finansinspektionens (FI) tillsyn över värdepappersmarknaden är att arbeta för en stabil och välfungerande marknad som erbjuder ett högt skydd åt konsumenter. I denna rapport behandlas det regelarbete och den tillsyn som FI utför över värdepappersmarknaden. Den fokuserar på centrala delar av den svenska marknaden som just nu är föremål för reglerings- och/eller tillsynsåtgärder; den finansiella infrastrukturen, transparensen på värdepappersmarknaden samt marknads- och redovisningstillsynen.

Finansiell infrastruktur

Centrala motparter, värdepapperscentraler, börser och andra typer av företag som utgör den finansiella infrastrukturen, är nödvändiga för att det finansiella systemet ska fungera. Till följd av ny reglering efter finanskrisen har de centrala motparterna fått en ökad betydelse för det finansiella systemet vilket i sin tur medfört nya krav för dessa verksamheter. Även de aktörer som avvecklar genomförda affärer, värdepapperscentralerna, har blivit föremål för ny reglering.

En viktig prioritet för FI är att centrala motparter och de andra företag som utgör den finansiella infrastrukturen är väl förberedda och kan hantera de eventuella krissituationer som kan uppstå. Arbete pågår nu inom EU med att ta fram gemensamma regler för att hantera en central motpart som drabbas av allvarliga problem eftersom det skulle riskera att få särskilt allvarliga konsekvenser för den finansiella stabiliteten. När det gäller den finansiella infrastrukturen samarbetar FI nära med Riksbanken som bedriver övervakning i syfte att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Ökad transparens på värdepappersmarknaden

Under 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.¹ Det nya regelverket kommer att kräva stora investeringar och förändringar både hos företagen och hos de ansvariga myndigheterna.

Regelverket innehåller bland annat regler som syftar till att öka transparensen i handeln med finansiella produkter. Utgångspunkten är att information om ett stort antal transaktioner med obligationer och andra räntebärande produkter ska offentliggöras. Regelverket medger dock möjligheter för tillsynsmyndigheterna att bevilja undantag från dessa regler. Reglerna för när undantag ska kunna beviljas håller för närvarande på att utformas av den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma), ett arbete som FI deltar i. FI valde under året att gå före med en ny praxis om ökad öppenhet på företagsobligationsmarknaden eftersom FI bedömde att det i förlängningen kan leda till en effektivare marknad.

Utöver krav på ökad transparens för det nya regelverket med sig flera förändringar av de regler som gäller för handel på värdepappersmarknaden.

¹ Det nya Mifid-regelverket består av direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2 samt Mifir).

Nya regler om marknads- och redovisningstillsyn

Under det gångna året har nya EU-regler kring såväl marknads- som redovisningstillsyn presenterats vilka förväntas leda till förändringar i FI:s tillsyn. Vad gäller marknadstillsynen medför de nya reglerna främst en ny ordning för sanktioner vid marknadsmissbruk. Nya regler har också föreslagits för att reglera referensvärden (benchmarks) som banker och andra företag använder sig av vid prissättningen av olika finansiella produkter.

Ett betänkande har presenterats som innehåller förslag om att redovisningstillsynen ska reformeras och att ansvar ska flyttas till FI. Nya riktlinjer har också börjat gälla inom EU för redovisningstillsynen i syfte att uppnå en enhetlig tillsyn.

En kapitalmarknadsunion

EU-kommissionen har nyligen lanserat ett projekt som går under namnet kapitalmarknadsunionen. Det syftar till att ytterligare integrera EU:s kapitalmarknad och skapa bättre förutsättningar för finansiering även utanför banksystemet. Projektet är i sin linda, men kan förväntas innebära en översyn av reglerna om bland annat prospekt och värdepapperisering. FI anser att de tankar som presenterats inom ramen för kapitalmarknadsunionen är positiva. Det är dock centralt att kommande regeländringar inte försvagar investerarskyddet eller den finansiella stabiliteten.

FI och värdepappersmarknaden

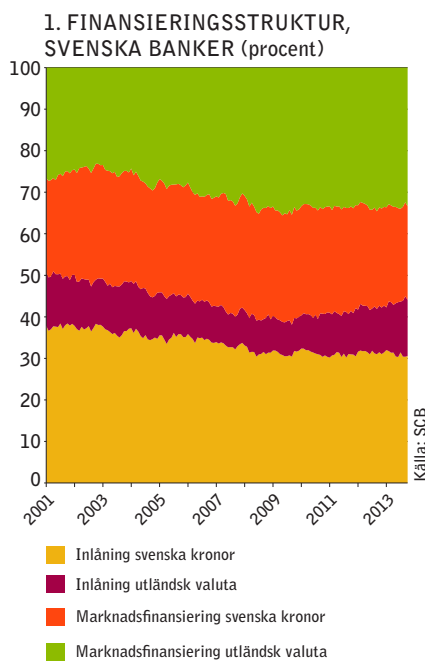
Värdepappersmarknaden är central för det finansiella systemet och därmed för samhällsekonomin. På värdepappersmarknaden omvandlas sparande till finansiering genom att de som är i behov av finansiering kan vända sig till potentiella investerare. Värdepappersmarknaden är avgörande för såväl de finansiella som de icke-finansiella företagens möjligheter att finansiera sig. Den erbjuder även en möjlighet för olika marknadsaktörer att hantera den risk som är förknippad med vissa verksamheter. Slutligen är såväl värdepappersmarknaden som betalningssystemet i stort beroende av finansiella infrastrukturföretag som gör det möjligt att genomföra betalningar och andra transaktioner.

MÅLSÄTTNINGEN FÖR FI:S ARBETE PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

FI ansvarar för tillsyn och regelgivning av värdepappersmarknaden och dess infrastruktur. FI:s övergripande uppdrag är att arbeta för en stabil och välfungerande värdepappersmarknad som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster samt ger ett högt skydd för konsumenter.

En stabil värdepappersmarknad innebär att den ska kunna upprätthålla sina grundläggande funktioner vid finansiell stress. Stressen kan ha sitt ursprung såväl i allvarliga problem i enskilda finansiella företag som i en volatil marknad eller i en systemkris.² Vissa av de företag som FI har tillsyn över kan betraktas som systemviktiga. Finansiella problem eller omfattande avbrott, i exempelvis en central motpart eller i en clearingorganisation, kan spridas till andra företag och därmed få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin. Det ligger givetvis även i dessa företags intressen att förhindra att de drabbas av allvarliga problem. Men det är inte alltid som företagens val av åtgärder är samhällsekonomiskt optimala om de enbart beaktar konsekvenserna för det enskilda företaget. Det är mot den bakgrunden som infrastrukturföretagen är föremål för särskild tillsyn och reglering.

Utöver att vissa företag kan vara systemviktiga, kan även vissa marknader vara det. Med det menas att ett avbrott som drabbar dessa marknader kan ge upphov till allvarliga effekter på det finansiella systemet i övrigt och – i förlängningen – på samhällsekonomin. Till exempel spelar räntemarknaden en avgörande roll för de svenska bankernas möjligheter att finansiera sig såväl långsiktigt som kortsiktigt. Ett avbrott på denna marknad kan därför få allvarliga konsekvenser för banker och andra finansiella intermediärer (se vidare i avsnittet Utvecklingen på värdepappersmarknaden). Även valutamarknaden är av central betydelse. Detta eftersom bankerna har ett behov av att omvandla finansiering i utländsk valuta till svenska kronor, och vice versa (diagram 1).³



Anm. Avser monetära finansinstitut.

2 I promemorian Finansinspektionen och finansiell stabilitet redogörs för FI:s arbete med finansiell stabilitet. FI redogör även för stabiliteten i det finansiella systemet i en stabilitetsrapport som publiceras två gånger per år, i juni och i december. Promemorian och rapporten finns på www.fi.se/Press/Pressmeddelanden/Listan/God-motstandskraft-i-det-finansiella-systemet/.

3 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.

FI har även till uppgift att arbeta för att skyddet för konsumenter och investerare ska vara högt. De brister och problem som kan leda till en instabil marknad, är ofta desamma som kan leda till ett bristande skydd för konsumenter. Ett problem som ofta uppmärksammas är informationsgap mellan marknadsaktörer. Informationsgap existerar naturligt på marknaden, men blir gapet alltför stort kan det få negativa effekter på marknadens funktionssätt. Ett sätt att överkomma problem med informationsgap är att införa regler som tvingar aktörer att informera om de transaktioner som de genomfört. FI:s arbete med skyddet för konsumenter på värdepappersmarknaden bedrivs till stor del inom ramen för det verksamhetsområde för konsumentskydd som inrättades under 2014.⁴

Finansiell stabilitet och konsumentskydd kan upprätthållas även med kraftig reglering eller vid situationer med begränsad konkurrens och förutsätter egentligen inte en fungerande marknad.⁵ Mot den bakgrunden behöver FI i sitt arbete även beakta att värdepappersmarknaden ska vara välfungerande. Att marknaden ska vara välfungerande förutsätter att den är stabil men även att den fungerar på ett sätt som är så samhälls-ekonomiskt effektivt som möjligt. FI måste därför ta hänsyn till att en viss reglering inte i onödan ökar kostnader, begränsar konkurrensen eller sänker innovationstakten. De eventuella nackdelar som en ny regel för med sig ska alltså uppvägas av regelns fördelar.

Att värdepappersmarknaden är välfungerande är till exempel en förutsättning för att finansiering ska kanaliseras på ett så samhällsekonomiskt effektivt sätt som möjligt, vilket i sin tur är nödvändigt för att kunna upprätthålla ett fungerande ekonomiskt system. För att värdepappersmarknaden ska fungera krävs också att marknadsaktörerna kan lita på att marknadens spelregler följs. Som exempel kan nämnas redovisnings- och handelstillsynen samt granskningen av prospekt. Vidare försöker FI skapa förutsättningar för välfungerande marknader som präglas av god konkurrens.⁶ Detta kan exempelvis ske genom införandet av krav på transparens i handeln med finansiella produkter.

UTVECKLINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

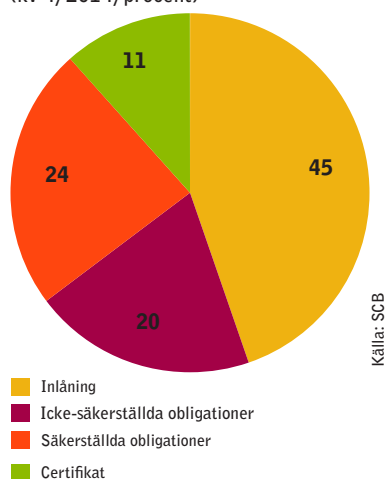
I likhet med vad som gäller för varor och tjänster på andra marknader, utvecklas produkterna på värdepappersmarknaden kontinuerligt. Före den senaste finanskrisen var tillväxten i vissa produkter på värdepappersmarknaden så explosionsartad att den kan antas ha varit en del av upphovet till krisen. Det finansiella systemets sammanlänkning ledde till att krisen kunde spridas från problemdrabbade företag och marknader till att drabba i princip hela finansmarknaden och samhällsekonomin.

Effekterna av krisen blev så stora att beslutsfattare på global nivå ansåg det nödvändigt att kraftigt stärka regleringen av det finansiella systemet. Myndigheter världen över har bedrivit ett sådant arbete på många olika plan. Ett tydligt exempel är arbetet med bankernas kapitalkrav. Ett annat viktigt område är att förbättra förutsättningarna för finansmarknaderna att fungera under skiftande omständigheter. Detta är tillsam-

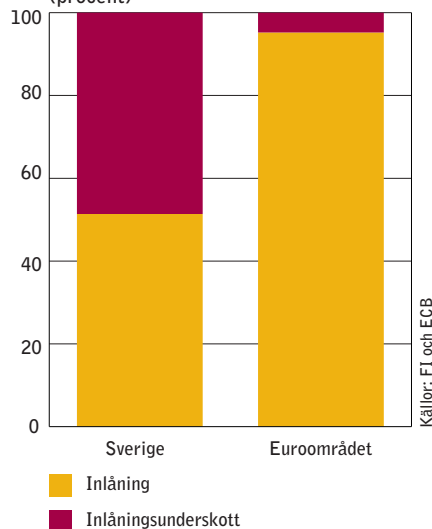
⁴ FI:s arbete med att stärka konsumenternas ställning presenteras i en särskild konsumentskyddsrapport som finns på www.fi.se/Tillsyn/Rapporter/Listan/Konsumentskyddet-pa-finansmarknaden. Konsumentskyddsrapporten publiceras årligen i maj månad.

⁵ Prop. 2012/13:1 Utgiftsområde 2, s. 17.

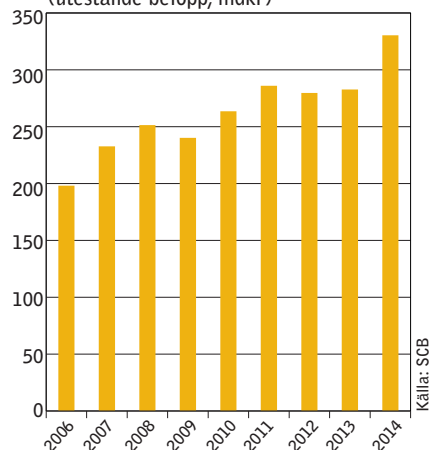
⁶ Ansvar för att motverka olika former av konkurrensbegränsande samarbete och missbruk av dominerande ställning ligger dock på Konkurrensverket.

2. FÖRDELNING AV FINANSIERING
(kv 4, 2014, procent)

Anm. Avser monetära finansinstitut, MFI.

3. INLÅNINGSUNDERSKOTT
(procent)

Anm. Diagrammet visar inlåning som andel av utlåning och avser helåret 2013.

4. FÖRETAGSOBLIGATIONER
(utestående belopp, mdkr)

Anm. Utestående volym av företagsobligationer i svenska kronor utgivna av svenska icke finansiella och övriga företag.

mans med marknadens egen anpassning orsaken till den mycket omfattande omvandling som finansmarknaderna genomgått sedan finanskrisen, och i högsta grad fortfarande genomgår.

I följande avsnitt diskuteras några av de utvecklingstrender och risker som kunnat observeras inom olika delar av värdepappersmarknaden på senare tid.

Räntemarknaden

På räntemarknaden finansierar sig bankerna, staten och större företag. De största investerarna är försäkringsbolag, pensionsfonder och andra investeringsfonder. Räntemarknaden spelar en avgörande roll för de svenska bankernas möjligheter att finansiera sig såväl långsiktigt som kortsiktigt. För att kunna finansiera sig kortsiktigt är tillgången till en väl fungerande penningmarknad av central betydelse för bankerna. Detta eftersom bankerna hela tiden måste ha en beredskap att med kort varsel betala ut pengar. Enbart 45 procent av de svenska bankernas totala finansiering kommer från inlåning. Den resterande delen av sin finansiering får bankerna genom att emittera olika skuldinstrument på räntemarknaden (diagram 2 och 3). Bland dessa märks särskilt säkerställda obligationer.

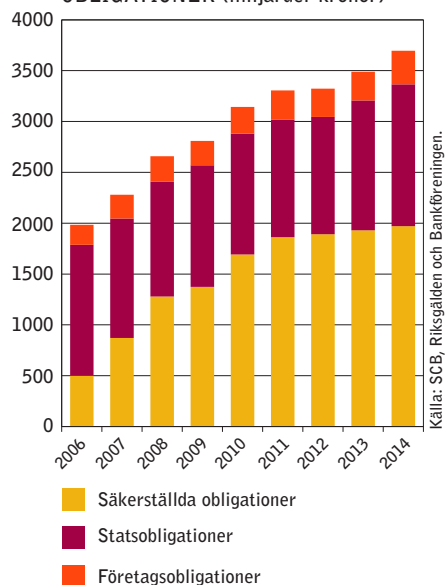
På senare tid har räntemarknaden blivit en allt viktigare direkt källa för de större svenska företagens finansiering (diagram 4–6). Denna kraftiga ökning är delvis driven av den lågräntemiljö som råder i världen, vilket gjort företagsobligationer till ett mer intressant placeringsalternativ (diagram 7). Lågräntemiljön har helt enkelt tvingat investerare att ta mer risk på jakt efter högre nominell avkastning. En annan förklaring till räntemarknadens ökade betydelse är att det blivit dyrare att låna av banker, bland annat till följd av ökad reglering.

Den svenska andrahandsmarknaden för stats- och säkerställda obligationer kännetecknas, sedan den avreglerades i mitten på 1980-talet, av stora transaktionsvolymerna och därmed en relativt god likviditet. Detta samtidigt som transparensen för priser är begränsad och omsättningen har sjunkit. En anledning är att marknaden för statsobligationer krympt på grund av lägre underskott i statsbudgeten. En annan anledning kan vara att marknaden domineras av ett begränsat och sjunkande antal aktörer, som fyller en viktig roll som marknadsgaranter. Rollen som marknadsgarant innebär en skyldighet att, under normala marknadsförhållanden, ställa bindande priser. Marknadsgaranterna bär därmed risken till dess värdepappren har kunnat säljas vidare (i fallet med ett köp) eller risken täckts på annat sätt. De kompenserar sig för denna risk i första hand genom att upprätthålla en skillnad mellan köp- och säljkurs, en så kallad spread. Marknadsgaranterna får även en viss kompensation av staten för sitt risktagande.

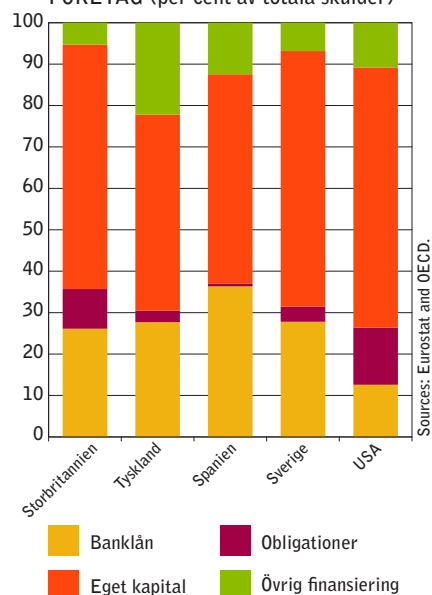
Trots minskad omsättning och färre marknadsgaranter fungerar den svenska marknaden för stats- och bostadsobligationer i dagsläget fortfarande relativt bra. Förutom omsättningen visar andra mått på effektivitet, såsom spreadar och djup, på relativt god effektivitet. Däremot har frågan om antalet aktörer väckts vid ett flertal tillfällen genom åren och huruvida det lilla antalet aktörer klarar av att upprätthålla en effektiv marknad. Frågan har åter aktualiserats med anledning av det nya Mifid-regelverket (Se nedan under Nya regler för handel med finansiella produkter).

En annan viktig delmarknad är repomarknaden. Genom en repotrans-

5. UTESTÅENDE VOLYM AV OBLIGATIONER (miljarder kronor)



6. FINANSIERINGSSTRUKTUR, FÖRETAG (per cent av totala skulder)



Anm. Siffrorna för EU-länderna avser första kvartalet 2014 och siffrorna för USA är 2013.

aktion kan en part finansiera sig genom att sälja ett värdepapper samtidigt som den åtar sig att köpa tillbaka det till ett bestämt pris vid en bestämd tidpunkt i framtiden. Normalt sett sker detta med en kort löptid, oftast upp till två veckor. Repomarknadens genomsnittliga omsättning per dag överstiger 100 miljarder kronor. Det främsta skälet till den höga omsättningen i repor är att de erbjuder investerarna ett effektivt och snabbt sätt att få tillgång till likvida medel. Att den svenska repomarknaden är välfungerande är därmed en viktig förutsättning för en välfungerande värdepappersmarknad.

Aktiemarknaden

När det gäller aktiemarknaden går FI:s arbete i stort ut på att arbeta för ett starkt konsument- och investerarskydd. Detta skiljer sig delvis från FI:s arbete med räntemarknaden som även är inriktat på att stärka stabiliteten på en marknad, som i större utsträckning än aktiemarknaden, får betecknas som viktig för systemstabiliteten.

På aktiemarknaden har FI under senare år sett en trend mot en allt mer fragmenterad och automatiserad handel. Detta är naturligt mot bakgrund av den ökade konkurrensen och den tekniska utvecklingen, men kan även sättas i samband med att det första Mifid-regelverket, som infördes 2007, öppnade upp för konkurrens mellan handelsplatser om handeln med värdepapper.

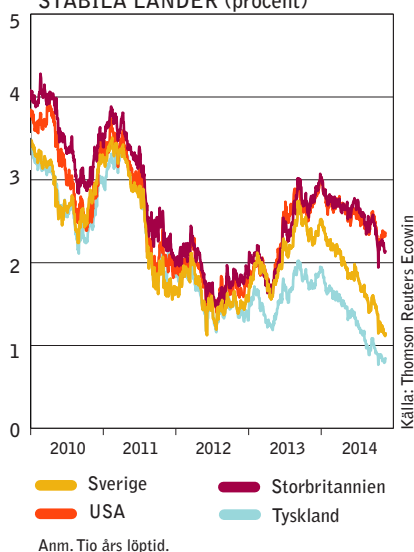
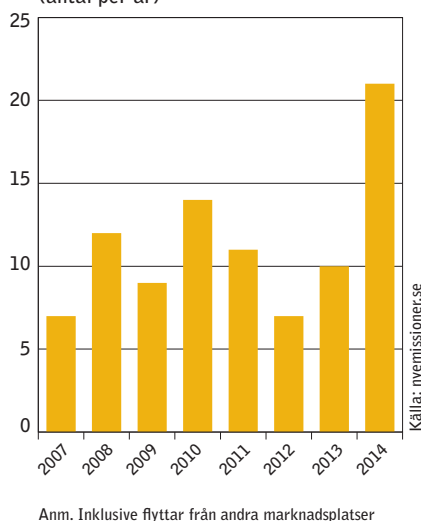
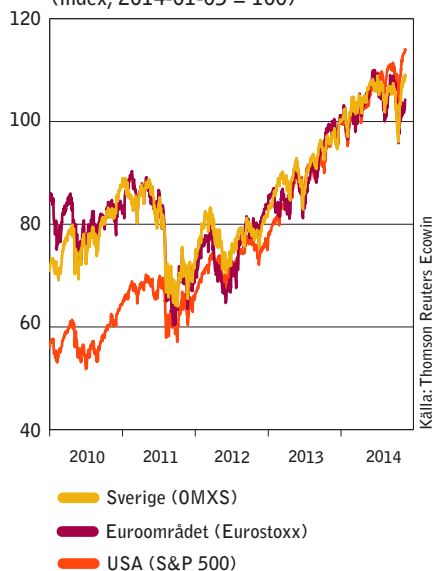
I dag kan handeln i svenska aktier ske på över 100 börser och 200 andra handelsplattformar runt om i Europa. Fragmenteringen av aktiemarknaden var även en förutsättning för den kraftiga ökningen av algoritm- och högfrekvenshandeln. Dessa handelsformer används i dag för en stor del av den handel som tidigare skedde manuellt, vilket i sin tur har lett till mindre skillnad mellan köp- och säljkurser och högre omsättning samtidigt som den genomsnittliga transaktionsstorleken och transparensen minskat. Det förändrade handelsmönstret har påverkat intäkter och tvingat fram nya affärsmodeller med färre mäklare och fondkommissionärer som följd. Hur denna utveckling påverkat marknadens funktion totalt sett är ännu för tidigt att uttala sig om.

Att lämpliga kontrollfunktioner finns på plats hos marknadsaktörerna för att se till att marknaden fungerar väl är av stor betydelse. Det förändrade handelsmönstret innebär särskilda utmaningar för såväl marknadsplatsernas övervakningsfunktioner som för FI:s handelstillsyn. Såväl insiderhandel som marknadsmanipulation är svårare att upptäcka när handeln är spridd över många marknadsplatser. När den sker på mikrosekundnivå antar utmaningen ytterligare en dimension. Detta ökar behovet av nya metoder för att upptäcka otillåtna handelsmönster, samt utbyte av information mellan marknadsplatser och tillsynsmyndigheter.

Som tillsynsmyndighet har FI till uppgift att godkänna de prospekt som krävs vid, bland annat, börsintroduktioner. FI har därför tydligt känt av den kraftiga ökningen av antalet börsintroduktioner under 2014 (diagram 8). En viktig förklaring till det är aktiemarknadens starka utveckling och stigande värderingar (diagram 9).

Crowdfunding

Ett exempel på en utveckling på värdepappersmarknaden som FI följer ur ett konsumentperspektiv gäller crowdfunding (gräsrotsfinansiering). Investeringar i crowdfundingprojekt är ett relativt nytt, men växande, fenomen på den svenska marknaden. Crowdfunding innebär ett sätt för små och medelstora

7. STATSOBLIGATIONSRÄNTOR,
STABILA LÄNDER (procent)8. BÖRSNOTERINGAR
(antal per år)9. BÖRSUTVECKLING
(index, 2014-01-05 = 100)

företag att ta in pengar från "the crowd", det vill säga från allmänheten. Detta kan ske genom att man erbjuder allmänheten att investera i en finansiell produkt såsom en aktie. Presentation av projektet och administrationen av investeringen sker ofta över internet via särskilda plattformar.

FI har sedan en tid tillbaka följt utvecklingen för investeringsbaserad crowdfunding, den form där investeraren utlovas en möjlighet till avkastning via köp av en aktie eller annat värdepapper. Crowdfunding kan vara en viktig finansieringskälla för nystartade och innovativa projekt, men det är ofta förknippat med betydande risker för investerare. Det kan röra sig om risker för bedrägeri, risker relaterade till ofullständig information från emittenten, operativa risker avseende plattformarna, samt inte minst risken att gå miste om investerat kapital

Det finns i dag ingen specifik rättslig reglering i Sverige eller inom EU om crowdfunding. Inom den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) och den europeiska bankmyndigheten (Eba) har det under hösten 2014 pågått arbete med att kartlägga EU-lagstiftning som kan vara aktuell att tillämpa på crowdfunding-plattformar. I december 2014 publicerade Esma en rapport som redogör för ett antal frågor som behöver hanteras av lagstiftaren.⁷ I dag finns inga plattformar för crowdfunding i Sverige som fått tillstånd från FI och därmed skulle stå under tillsyn.

Derivatmarknaden

Innan finanskrisen kunde två parter enas om vilken affär som skulle genomföras, om den skulle utföras på eller utanför en marknadsplats, hur den skulle clearas och hur eventuella säkerheter skulle hanteras. Efter finanskrisen identifierades handeln med derivat, i synnerhet kreditswappar, som en starkt bidragande faktor till krisen. Kreditswapparna gav investerare en möjlighet att försäkra sig mot en kreditförlust. Problemet med dessa produkter var att de gav upphov till stora motpartsrisker mellan marknadsaktörerna. Liksom övriga avtal förutsätter derivatavtal att motparten kan infria vad som lovats. Under krisen 2008 blev dock förtroendet mellan motparter så svagt att flera derivatmarknader i praktiken upphörde att fungera vilket i sin tur ledde till att avtalsparter inte kunde infria sina löften.

Under 2009 enades därför G20-länderna om nya krav på marknaden för OTC-derivat. Dessa krav går ut på att standardiserade OTC-derivat ska handlas på börser eller elektroniska plattformar, samt clearas genom centrala motparter, i de fall det är lämpligt. Samtliga transaktioner i OTC-derivat ska dessutom rapporteras till ett transaktionsregister, och kontrakt som inte clearas genom centrala motparter ska vara föremål för högre kapitalkrav. Syftet med regleringen är främst att begränsa systemrisk, men även att öka transparensen på området och förebygga marknadsmissbruk.

Dessa krav genomförs i EU genom Emir- och Mifid-regelverken.⁸ Liknande regler har tidigare införts i USA genom Dodd-Frank Act. Det går därför att redan nu ha en uppfattning om vad de nya reglerna kommer att få för inverkan på derivatmarknaden i EU. I USA har det exempelvis skett en kraftig förskjutning i omsättning mot produkter som är föremål för lägre säkerhetskrav och clearingkostnader.

7 Rapporten finns att läsa på www.esma.europa.eu/news/Press-Release-Investment-based-crowdfunding-needs-EU-wide-common-approach?t=326&o=home.

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

På sikt förväntas även skillnaden mellan OTC-marknaden och börshandeln minska. Detta dels genom att börser kommer att erbjuda handel i annat än standardiserade produkter för att konkurrera med OTC-handeln, dels på grund av den obligatoriska clearinggen genom centrala motparter. En del bedömare väntar sig att andelen OTC-affärer som clearas genom centrala motparter kommer att öka kraftigt från 25 procent innan finanskrisen till 75 procent i och med de nya reglerna.⁹

En kapitalmarknadsunion

Redan när den nya EU-kommissionen tillträdde i november 2014 angavs etablerandet av en kapitalmarknadsunion som en prioritet. I februari 2015 publicerade kommissionen en så kallad grönbok där frågan om etablerandet av en sådan union diskuteras.¹⁰ Bakgrunden är att kommissionen vill främja den ekonomiska tillväxten i EU genom att skapa bättre förutsättningar för finansiering även utanför banksystemet. I ett första steg innebär detta bland annat en översyn av prospektregelverket, samt åtgärder för att dels underlätta finansiering för små och medelstora företag, dels främja värdepapperisering av högkvalitativa produkter. I grönboken efterfrågas även synpunkter på hur man ska komma till rätta med andra hinder mot en effektivt fungerande marknad, till exempel minska kostnader för marknadsföring av investeringsfonder i EU, vidareutveckla riskkapital och riskkapitalfonder, åtgärder om bolags- och insolvenslagstiftning och beskattning

FI anser att det i grunden är positivt att kommissionen breddar analysen kring hur man kan få en bättre fungerande kapitalmarknad i EU och förbättra finansieringsmöjligheterna för företag. FI ser fördelar med att man ser över regler om exempelvis prospekt och finansiering för små och medelstora företag. I denna process är det dock viktigt att inte undergräva de regler som är motiverade av investerarskydd och finansiell stabilitet. FI anser även att det är viktigt att genomlysna vad som är de egentliga problemen för företagen och ekonomin.

Kommissionen avser att publicera en färdplan (Action Plan) senare under 2015 där den närmare kommer att ange vilka åtgärder som kommer att vidtas för att en kapitalmarknadsunion ska vara etablerad 2019.

⁹ Se exempelvis John Hull, The Changing Landscape for Derivatives, Journal of Financial Engineering, Vol. 1, No. 3, 2014.

¹⁰ Grönboken finns på kapitalmarknadsunionens hemsida, <http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union>.

Tillsyn och reglering av värdepappersmarknaden

Efter den senaste finanskrisen har värdepappersmarknaden, liksom den övriga finansiella sektorn, varit föremål för en stor mängd ny reglering. FI kommer utifrån denna nya reglering förstärka tillsynen av de finansiella infrastruktur-företagen och arbeta för ökad transparens på värdepappersmarknaderna. FI kommer eventuellt också få utvidgade uppdrag inom tillsyn av marknadsmissbruk och börsbolagens redovisning.

EU-kommissionens agenda vad gäller värdepappersmarknaden har lett till införandet av många nya regler, bland dem tre centrala regelverk: Mifid-regelverket, som reglerar handeln med finansiella produkter och handelsplatser; förordningen om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister (Emir); och förordningen om värdepapperscentraler (CSDR). Dessa tre regelverk skapar tillsammans ett ramverk där företagen inom EU lyder under likvärdiga regler. På så sätt säkerställs rättvisa konkurrensförhållanden när den gränsöverskridande verksamheten på värdepappersmarknaderna ökar. Regelverken ska säkerställa en väl fungerande värdepappersmarknad med högt förtroende, effektiv prisbildning och hög transparens. De ska också främja en finansiellt stabil och operativt säker infrastruktur.

FI:s tillsyn över värdepappersmarknaden omfattar vissa funktioner och verksamheter hos i princip samtliga finansiella företag, men också hos vissa icke-finansiella företag och privatpersoner som verkar på finansmarknaden. FI har också tillsynsansvaret för de företag som är centrala för infrastrukturen i marknaden. Det handlar om börser, handelsplattformar, värdepapperscentraler och clearingorganisationer, varav vissa är centrala motparter vid avveckling av finansiella transaktioner.

FINANSIELL INFRASTRUKTUR

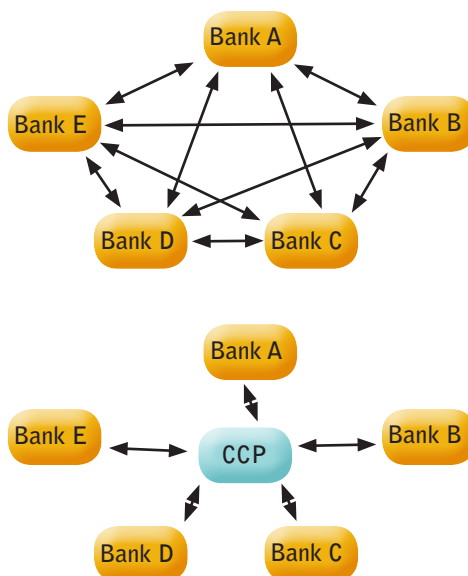
Som tidigare beskrivits är det av stor vikt för stabiliteten i det finansiella systemet att den finansiella infrastrukturen fungerar på ett säkert och effektivt sätt. Det är mot den bakgrunden som FI bedriver tillsyn över de företag som i sin tur utgör den finansiella infrastrukturen.

Tillsyn över centrala motparter

Ett särskilt problem som uppmärksammades i samband med den senaste finanskrisen var, som tidigare nämnts, att de risker som är kopplade till derivat som handlades OTC inte var väl omhändertagna. Bristfälliga avtal och svag säkerhetshantering mellan olika motparter innebar att man inte kunde överblicka riskerna, vilket i sin tur ledde till att systemrisken blev betydande. Att så var fallet blev helt uppenbart när investmentbanken Lehman Brothers gick omkull.

Lösningen på detta problem blev långtgående och detaljerad reglering i form av Emir-förordningen som antogs 2012. Förordningen innebär en skyldighet att cleara ett flertal av dessa produkter genom centrala motparter. Vilka derivat som ska clearas fastställs i regelverk utformade av Esma. Vad gäller räntederivat gäller cleringskyldigheten i nu publicerade förslag enbart euro, amerikanska dollar, brittiska pund och japanska yen. FI bedömer dock att även räntederivat i svenska kronor kommer omfattas av cleringskyldigheten inom en snar framtid.

Så fungerar en central motpart



Den centrala motparten går in som motpart till både säljaren och köparen i den ursprungliga transaktionen. På så sätt får båda parterna motpartsrisk på den centrala motparten i stället för på varandra. Clearing genom centrala motparter innebär därmed att motpartsrisker som tidigare varit svåra att överblicka och bedöma koncentreras till ett företag (figur 1). Därmed synliggörs motpartsriskerna i derivatmarknaden, vilket underlättar riskhanteringen av derivatkontrakten.

FIGUR 1. Motpartsrisker koncentreras till ett företag

Denna koncentration av risker till den centrala motparten innebär att det måste ställas mycket höga krav på dessa aktörer när det gäller deras verksamheter. För att kunna erbjuda central motpartsclearing krävs därför auktorisation enligt Emir-regelverket. Auktorisation förutsätter att den centrala motparten kan uppfylla höga kapitalkrav samt omfattande krav på intern styrning och kontroll. Företaget ska även ha en god förmåga att kunna upprätthålla sin verksamhet i såväl finansiella som icke-finansiella kriser, ha rutiner för att hantera obestånd bland motparter, utföra stresstester, samt ha en regelbunden översyn av sina riskmodeller.

I mars 2014 auktoriserade FI den första – och hittills enda – svenska centrala motparten, Nasdaq OMX Clearing. Auktorisationen kunde beviljas efter samråd med tillsynskollegiet för den centrala motparten. Kollegiet leds av FI och består därutöver av representanter för Esma, Europeiska centralbanken (ECB) och de behöriga myndigheterna i de länder där den centrala motparten verkar, samt i de länder där de största clearingmedlemmarna är etablerade. Som behörig myndighet ansvarar FI för att kontinuerligt bedöma riskerna i företagets verksamhet samt att rapportera dessa till kollegiet. FI är även skyldig att samråda med kollegiet i ett antal centrala frågor gällande den centrala motpartens verksamhet.

Centrala motparter i Sverige

I Sverige erbjuder Nasdaq OMX Clearing samt det holländska företaget Euro CCP tjänster som auktoriserade centrala motparter. Nasdaq erbjuder motpartsclearing av aktie-, ränte- och indexderivat handlade på Nasdaq Stockholm, och råvaruderivat handlade på Nasdaq Oslo, men också clearing av OTC-derivat samt repor. Nasdaq OMX Clearing har också nyligen auktoriserats för clearing av valutaderivat. Euro CCP erbjuder endast motpartsclearing av börshandlade aktier. Nasdaq OMX Clearing står under FI:s tillsyn

medan Euro CCP står under tillsyn av den holländska tillsynsmyndigheten. FI deltar även i tillsynskollegiet för Euro CCP.

Att samarbeta inom EU och även globalt är nödvändigt eftersom det står klart att utvecklingen går mot en koncentration av färre företag som erbjuder tjänster till olika nationella marknader. Det är då viktigt att inte olika ambitionsnivåer för regler eller krav blir en konkurrensfråga mellan medlemsstaterna. När det gäller tillsynen över centrala motparter och de övriga företagen som utgör den finansiella infrastrukturen, har FI även ett nära samarbete med Riksbanken. Samarbetet förklaras av att Riksbanken bedriver övervakning av dessa företag inom ramen för sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Återhämtning och resolution av centrala motparter

Trots de centrala motparternas betydelsefulla roll på finansmarknaden finns det i dagsläget inget särskilt regelverk i Sverige eller EU för hanteringen av en central motpart som drabbas av allvarliga finansiella problem.¹¹ Flera aktiviteter pågår dock internationellt i syfte att hantera riskerna hos de centrala motparterna. I oktober 2014 publicerade det internationella organet CPMI-Iosco rapporten "Recovery of financial market infrastructures".¹² Den innehåller bland annat 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 utformandet av en resolutionsordning för dessa företag.¹³

Ökat engagemang i Iosco och CPMI-Iosco

När det gäller finansiell infrastruktur och reglering av globala derivatmarknader sker samarbete på global nivå. FI har de senaste åren ökat sitt engagemang i International Organization of Securities Commissions (Iosco), en organisation som samlar myndigheter som utövar tillsyn över värdepappersmarknaden. Vid organisationens årsmöte i september 2014 valdes FI in i dess styrelse som representant för den europeiska regionkommittén (ERC). FI har också gått med i styrgruppen för CPMI-Iosco, ett organ som arbetar med frågor kring den finansiella infrastrukturen. Organet består av representanter från Iosco och från Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI).¹⁴

Skälet till det stärkta engagemanget är den ökade betydelse Iosco och CPMI-Iosco fått efter finanskrisen. Organisationerna har blivit de globala standardsättarna på värdepappersmarknaden och påverkar därmed rättsutvecklingen såväl inom EU som nationellt. Ett flertal regelverk på EU-nivå, exempelvis CSDR, har sin grund i principer och rapporter framtagna av Iosco och CPMI-Iosco. För att FI ska kunna uppnå sina mål är det alltså viktigt att så tidigt som möjligt vara med och påverka i för svensk del viktiga frågor.

11 Riksbanken har dock möjlighet att ge likviditetsstöd till ett sådant företag om det är solvent (6 kap. 8 § riksbankslagen).

12 Rapporten finns på www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD455.pdf.

13 FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. Rapporten finns tillgänglig på www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015.

14 CPMI är en del av Bank for International Settlements (BIS).

CPMI-Ioscocs och FSBs rapporter kommer att ligga till grund för EU-kommissionens kommande förslag till ett nytt regelverk för återhämtning och resolution av centrala motparter. Förslaget kommer sannolikt att presenteras under våren 2015. FI deltar även i Esmas arbete under året med att ta fram stresstester för att undersöka hur väl de centrala motparternas riskmodeller hanterar olika stressade situationer på marknaden.

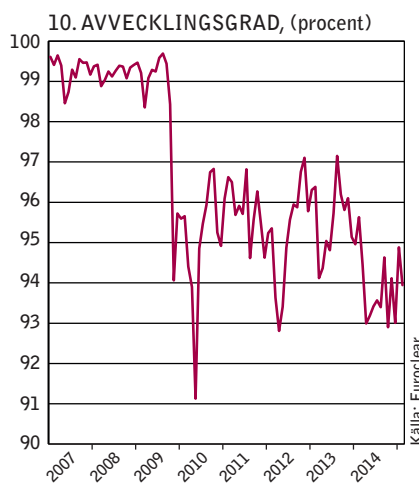
Nya regler om värdepapperscentraler (CSDR)

I likhet med de centrala motparterna är värdepapperscentralerna viktiga aktörer inom den finansiella infrastrukturen. Värdepapperscentralernas 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 hanterar avveckling och för aktieägarregister åt anslutna bolag.

Den nya förordningen om värdepapperscentraler (CSDR), som började gälla i september 2014, syftar dels till att uppnå förbättrad säkerhet genom att främja att värdepapper avvecklas i tid (se ruta Den svenska marknaden gick från T+3 till T+2). Förordningen syftar också till ökad effektivitet genom att införa harmoniserade regler för värdepappersavveckling inom EU.

Förordningen medför en mängd specifika krav för värdepapperscentraler, exempelvis vilken typ av verksamhet en värdepapperscentral får bedriva och hur den ska vara organiserad, framför allt med hänsyn till riskhantering och ansvarsfördelning. CSDR påverkar inte enbart värdepapperscentraler utan också andra aktörer på finansmarknaden i och med att den innehåller omfattande regler för att förbättra och effektivisera värdepappersavvecklingen. De nya reglerna innebär bland annat EU-gemensamma incitament och straffavgifter för att främja att värdepappersaffärer avvecklas i tid.

Den svenska marknaden gick från T+3 till T+2



I syfte att förbättra värdepappersavvecklingen innehåller CSDR-förordningen krav på hur snabbt en affär ska avvecklas. Affärer som inte avvecklas i tid innebär nämligen ökad risk och högre kostnader för investerare. Det är mot den bakgrunden som förordningen stadgar att antalet dagar, mellan den dag affären görs upp på en marknadsplats (handelsdag) och den dag då affären avvecklas hos en värdepapperscentral (avvecklingsdag), ska vara maximalt två (T+2, trade day+2).

Förordningens krav är att den förkortade avvecklingstiden (T+2) skulle varit införd senast den 1 januari 2015. De svenska marknadsaktörerna, liksom de flesta övriga europeiska, beslutade dock att gemensamt gå över



till T+2 redan den 6 oktober 2014. Även om implementeringen av T+2 gått bra rent tekniskt, har avvecklingsgraden (antal transaktioner som avvecklas i rätt tid) minskat. FI kommer därför att följa utvecklingen på detta område.

NYA REGLER FÖR HANDEL MED FINANSIELLA PRODUKTER

I juni 2014 antog EU ett nytt direktiv (Mifid 2) och en ny förordning (Mifir) om marknader för finansiella produkter (Mifid-regelverket) som kommer att börja gälla i januari 2017. Det nya regelverket syftar – i likhet med det gällande Mifid-regelverket – till att säkerställa en hög grad av transparens och investerarskydd i handeln med finansiella produkter. Till skillnad från det gällande regelverket, kommer de nya reglerna att omfatta fler finansiella produkter än enbart aktier. Såväl aktierelaterade produkter som aktiederivat och andra icke-aktierelaterade produkter som obligationer kommer att omfattas av det nya regelverket. Det rör sig därmed både om produkter som handlas på såväl som utanför de reglerade handelsplatserna (OTC-produkter).

Den senaste finanskrisen visade att många marknadsaktörer inte fullt ut kunde se igenom och värdera vilka risker som var förknippade med olika finansiella produkter. Högre transparens leder till minskade informationsgap och därmed till ett ökat skydd för investerare. Ökad transparens kan också föra med sig fördelar i form av sänkta inträdesbarriärer och förbättrad konkurrens på marknaden för stats- och säkerställda obligationer. Detta kan i sin tur attrahera fler investerare, sannolikt främst utländska och mindre sådana, vilket i sin tur skulle kunna vara positivt för marknadsfunktionssätt. En ökad transparens kan därmed också föra med sig en ökad tillströmning av kapital.

Dessa fördelar ska dock vägas mot risken för försämrad likviditet i vissa marknadssegment vilket, i sin tur, kan leda till större svängningar i marknaden. På kort sikt kan en ökad transparens även orsaka viss volatilitet inom vissa segment av marknaden. De kortsiktiga nackdelarna måste vägas upp av de långsiktiga fördelar som en mer transparent marknad kan föra med sig.

Mer konkret innebär de nya reglerna att information om ett stort antal transaktioner med obligationer och andra räntebärande produkter ska offentliggöras. För icke-aktierelaterade produkter ska den som driver en handelsplats offentliggöra pris, volym och tidpunkt för de transaktioner som utförts på handelsplatsen. Offentliggörandet ska ske så nära realtid som det är tekniskt möjligt.

Det är dock möjligt att få vissa undantag från dessa regler. Undantagen är bland annat motiverade av hänsyn till marknadsgaranternas behov att hantera sina risker när de tar på sig stora positioner. Undantag är möjliga om transaktionen anses vara av större omfattning än normalt på marknaden (large in scale, LIS), avser en produkt för vilken det saknas en likvid marknad, eller om transaktionsstorleken överstiger en storlek som är specifik för det finansiella instrumentet och som därmed skulle utsätta en likviditetsgarant för otillbörliga risker (size specific to the instrument, SSTI). Undantag ska beviljas av den ansvariga tillsynsmyndigheten. De regler som ska gälla för att bevilja ett sådant undantag håller nu på att utformas av Esma, ett arbete som FI deltar i.

Anledningen till att FI valt att prioritera detta arbete är nära sammankopplat med FI:s uppgift att arbeta för att den svenska räntemarknaden

ska vara välfungerande. Även om marknaden i dag brister i transparens är den i huvudsak välfungerande. En förändrad marknadsstruktur kan innebära fördelar i form av sänkta inträdesbarriärer men kan riskera att leda till försämrad likviditet. Det är mot den bakgrunden centralt att regler och undantag blir utformade och tillämpade på det sätt som är mest fördelaktigt för den svenska marknaden.

Likviditetsstudie av stats- och säkerställda obligationer

För att bättre kunna bedöma effekterna av kommande regelverk och en ökad transparens på den svenska marknaden för stats- och säkerställda obligationer, har FI under det gångna året studerat likviditeten på denna marknad.

Som tabell 1 visar kommer stats- och säkerställda obligationer som överstiger en viss emissionsstorlek att klassas som likvida. Transaktioner i en obligation som anses likvid måste överstiga ett visst belopp för att det ska vara möjligt att ge undantag från transparenskraven. Andelen av de transaktioner som kan bli aktuella för undantagen large in scale (LIS) och size specific to the instrument (SSTI) visas i tabell 2. Uppskattningsvis hälften av alla transaktioner av benchmarkutgåvor kommer därmed att bli föremål för utökade transparenskrav. Som andel av omsättningen blir emellertid förändringen betydligt mindre eftersom det omsätts många relativt stora affärer.

Resultaten pekar på att det kommande regelverket skulle öka transparensen något på den svenska marknaden. Samtidigt bedöms förändringen inte vara större än att andrahandsmarknadens nuvarande struktur med marknadsgaranter kan behållas. Detta är dock även beroende av hur de nämnda undantagsmöjligheterna utformas och tillämpas av den ansvariga tillsynsmyndigheten.

TABELL 1. Föreslagna gränsvärden för transparenskrav

Klass	Emissions beloppgräns (euro) för att klassas som likvid	Föreslagen gräns för LIS (euro)	Föreslagen gräns för SSTI (euro)
Statsobligationer inom EU	2.000.000.000	10.000.000	5.000.000
Säkerställda obligationer (fast kupong)	750.000.000	5.500.000	2.750.000
Säkerställda obligationer (rörlig kupong)	750.000.000	5.500.000	2.750.000

TABELL 2. Konsekvenser för den svenska räntemarknaden

Klass	Antal	Antal likvida	LIS (%)	SSTI+LIS (%)
Statsobligationer inom EU	16	16	47	55
Säkerställda obligationer (fast kupong)	62	34	57	65
Säkerställda obligationer (rörlig kupong)	109	1	77	90

FI valde under året att gå före med en ny praxis om ökad öppenhet på företagsobligationsmarknaden eftersom FI bedömer att det i förlängningen kan leda till en effektivare marknad (se ruta Praxisförändring gällande företagsobligationer).

Praxisförändring gällande företagsobligationer

Företagens finansiering via räntemarknaden har under en längre tid vuxit kraftigt. Detta samtidigt som transparensen på marknaden inte utvecklats och marknaden domineras av ett antal större emittenter. I syfte att uppnå

en mer välfungerande marknad såg FI skäl att vidta åtgärder för att öka transparensen.

I oktober 2014 kommunikerade FI en praxisändring för publicering av transaktioner på företagsobligationsmarknaden, som började gälla den 2 februari 2015. Den nya praxisen innebär i korthet att alla avslut ska publiceras på aggregerad nivå senast kl. 9.00 nästkommande handelsdag. Det går att få dispens för enskilda transaktioner vars värde överstiger 50 miljoner kronor. Den som fått en sådan dispens har rätt att skjuta upp publiceringen i tio dagar.

FI kan konstatera att införandet av praxisförändringen fungerat väl och att de berörda marknadsaktörerna nu publicerar sina transaktioner i enlighet med de nya reglerna. FI kommer att utvärdera hur den ökade transparensen påverkar marknadens funktionssätt vilket kan leda till en eventuell framtida justering av praxis för dispenser.

Budsteg

På aktiemarknaden har man på senare tid kunnat konstatera att avståndet mellan ett nytt bud och det befintliga budet på ett visst objekt, så kallade budsteg (tick size) minskat kraftigt. Denna utveckling har gynnat högfrekvenshandeln som med sin snabbhet kan utnyttja mycket små prisrörelser. Det är mot den bakgrunden som Mifid-regelverket även innehåller nya regler för minsta tillåtna budsteg vid handel med olika finansiella produkter som aktier, depåbevis och certifikat. Det nya regelverket innebär att det minsta tillåtna budsteget kommer att bestämmas av en tabell som tar hänsyn till den aktuella produktens pris och likviditet mätt som antal avslut per dag.

Storleken på det minsta tillåtna budsteget kan få stor påverkan på likviditeten i en aktie eftersom större budsteg normalt leder till ett ökat orderdjup. Syftet med de nya reglerna är alltså att säkerställa en välordnad handel med stabila priser, utan att det medför onödigt stora spreadar. Både storleken på spreaden och orderdjupet är faktorer som i hög utsträckning påverkar de indirekta transaktionskostnaderna för att göra affärer. Den svenska värdepappersmarknaden har, på grund av sin struktur, i dagsläget bland de högsta nivåerna på budsteg, men de nya reglerna kan komma att sätta press på dem. På så sätt kommer de nya reglerna sannolikt få en stor inverkan på den svenska marknadens funktionssätt.

Ökade krav på transaktionsrapportering

I syfte att underlätta tillsynen över handeln på värdepappersmarknaden införs även harmoniserade regler för transaktionsrapportering genom det nya Mifid-regelverket. Omfattningen av rapporteringsskyldigheten kommer med det nya regelverket att utvidgas till att, förutom produkter upptagna till handel på en reglerad marknad, också omfatta de produkter som handlas på MTF-plattformar, OTF-plattformar och genom systematiska internhandlare (SI). Även finansiella produkter vars underliggande tillgång handlas på en handelsplats kommer att omfattas av rapporteringsskyldigheten.

Enligt uppskattningar som gjorts inom ramen för regelutformningen på EU-nivå, kommer den rapporteringsskyldiga informationen mer än fördubblas jämfört med i dag. Vidare kommer rapporteringen av kundinformation utökas och bli mer harmoniserad under det nya regelverket. Målsättningen är att uppnå spårbarhet till varje kund genom en unik klientidentifikation.

Utöver de krav och kostnader som den utökade rapporteringsskyldigheten innebär för marknadsaktörerna, ställs nya krav på FI som tillsynsmyndighet att genomföra systemförändringar för att kunna hantera den ökade mängden data. En ytterligare utmaning för FI, och för andra tillsynsmyndigheter, blir att skapa rutiner för att hantera den inhämtade informationen på ett enhetligt och harmoniserat sätt. På sikt skulle FI vilja se att dessa projekt centraliserades till Esma, då det skulle öka kvaliteten på inrapporterad data samtidigt som kostnaderna skulle minska både för tillsynsmyndigheterna och för de som rapporterar.

HANDELS- OCH REDOVISNINGSTILLSYN

FI:s handelstillsyn syftar till att upptäcka och motverka olika former av marknadsmissbruk, som insiderhandel, olagligt röjande av insiderinformation och marknadsmanipulation. FI har även i uppgift att arbeta för att den finansiella information som lämnas till marknaden följer etablerade standarder för redovisning av sådan information. På senare tid har flera nya regelverk tillkommit som på olika sätt kommer att påverka det sätt på vilket FI bedriver handels- respektive redovisningstillsyn.

Hur bedriver FI tillsyn över handeln?

FI:s handelstillsyn är både löpande och händelsestyrd. Den löpande tillsynen består av kontinuerlig kontakt med börser, handelsplattformar, börsbolag, banker och värdepappersbolag, och bygger på inrapporterad finansiell information, exempelvis inrapportering av insynspersoners handel och större ägarförändringar. Den händelsestyrda tillsynen aktualiseras om FI till exempel uppmärksammar misstänkt marknadsmissbruk, eller om FI får relevanta tips från marknadsaktörer eller från allmänheten.

Fortfarande alltför många sanktioner

Under 2014 har FI avgjort ett stort antal insyns- och flaggningsärenden. Under året beslutade FI om totalt 196 sanktioner på grund av att personer brutit mot reglerna om insyn eller flaggning. Syftet med dessa regler är att motverka marknadsmissbruk och att öka transparensen på värdepappersmarknaden genom att insynspersoners och börsbolags innehav och ägarförhållanden görs offentliga.

När det gäller insynsreglerna består den största delen av ärendena av fall där insynspersoner inte rapporterat ändringar av sina innehav i tid. I 38 fall beslutade FI om sanktioner mot bolag som inte rapporterat ändringar i insynsställning i tid. Den högsta enskilda avgiften under 2014 är på drygt en miljon kronor och gäller flera sena anmälningar från en och samma insynsperson.

Majoriteten av flaggnings sanktionerna gäller sena flaggningsanmälningar. Den största delen av dessa ärenden består av sanktioner mot företag. Under 2014 har också aktieägare i börsbolag fått sanktioner. Två ärenden gäller passiv flaggnings skyldighet, vilket innebär flaggningsplikt för aktieägare som passivt passerar en gräns uppåt eller nedåt på grund av en bolagshändelse som resulterat i en ändring i antalet aktier och röster i bolaget. Detta kan exempelvis ske vid en emission som aktieägaren själv inte deltar i. Den högsta enskilda avgiften som beslutats för ett brott mot flaggningsreglerna under 2014 är på en miljon kronor.

TABELL 3 Beslut och sanktioner om marknadsmissbruk

	Antal beslut		Sanktionsavgifter (kr)	
	2014	2013	2014	2013
Bolagsanmälningar insynsställning	38	37	842 500	580 000
Insynspersoners anmälningar	109	68	5 797 100	2 498 200
Flaggningsanmälan	45	21	9 590 000	5 730 000
Offentliggörande av förändrat antal aktier och röster	4	0	1 150 000	0
Totalt	196	126	17 379 600	8 808 200

FI bedriver också handelstillsyn via undersökningar. Under 2014 slutförde FI en bred undersökning av hur väl värdepappersbolagen följer Esmas riktlinjer för system och kontroller i en automatiserad miljö.¹⁵ Syftet med undersökningen var att säkerställa att värdepappersbolagen genomfört och följer dessa riktlinjer, vilket på sikt bör leda till bättre rapportering av marknadsmissbruksärenden samt att antalet ärenden minskar. 15 företag fick besvara en enkät och platsbesök genomfördes på fyra av dessa. FI kunde notera att ett antal av företagen först i och med undersökningen såg till att implementera riktlinjerna i sin verksamhet. Tre företag hade valt en outsourcad lösning för sin marknadsövervakning, vilket är nytt för den svenska marknaden, och ett bolag hade valt att bygga ett eget marknadsövervakningssystem. Det kan finnas skäl att särskilt följa upp de bolag som valt en outsourcad eller en egen lösning.

Referensvärden regleras

En form av marknadsmissbruk som varit i fokus under de senaste åren gäller misstänkt manipulation av så kallade referensvärden (benchmarks). Bakgrunden är att det under sommaren 2012 uppdagades att den dagliga referensräntan London Interbank Offered Rate (Libor) varit manipulerad under en längre tid.¹⁶ Manipulationen utfördes av en del banker i syfte att påverka värdet på derivatkontrakt för egen vinning. Manipulationen var särskilt allvarlig eftersom den berörde mycket stora värden. Det rör sig alltså om en form av marknadsmissbruk som väsentligen skiljer sig från exempelvis insiderhandel.

Avslöjandet har lett till ökad reglering och övervakning. På internationell nivå har såväl Iosco, som Esma tillsammans med Eba släppt var sin uppsättning med vägledande principer för hur referensvärden ska beräknas och kontrolleras, samt hur relaterade intressekonflikter ska hanteras. I Sverige har en självreglering av referensräntan Stibor gjorts utifrån dessa principer.

FI har undersökt Stibor

I kölvattnet av Liborskandalen genomförde FI under 2013 och 2014 en undersökning av Libors svenska motsvarighet, Stibor. FI:s slutsats är att de banker som bidrar till Stibor har implementerat de nya regelverken. Detta har medfört att marknads intressenter fått en ökad insyn i hur Stibor bestäms. Det innebär också en ökad kontroll av hur Stibor sätts, dels internt på respektive bank, dels genom en extern administratör i form av Svenska Bank-

¹⁵ ESMA 2012/122, "ATG-undersökningen".

¹⁶ Referensräntan Libor baseras på den ränta som banker i London erbjuder till andra banker i London.

föreningen. Nu finns även en tydligare spårbarhet i de data som ligger till grund för bidragen till Stibor, vilket underlättar för dessa kontrollfunktioner. Sammantaget bedömer FI att dessa åtgärder stärker förtroendet för Stibor och att risken för manipulation är lägre än innan regelverkens tillkomst.

EU-kommissionen har presenterat ett förslag till bindande regler om referensvärden som väntas börja gälla 2016. Den nya förordningen omfattar alla referensvärden som används i prissättningen av finansiella kontrakt eller som påverkar värdet på derivatprodukter. Reglerna träffar främst administratörer, det vill säga de som definierar hur ett referensvärde beräknas och som samlar in bidrag eller gör beräkningar utifrån observerbar data för detta ändamål. Utöver administratörerna, omfattar de nya reglerna även bidragslämnare och användare.¹⁷ Förordningsförslaget innehåller regler om administratörernas interna styrning och kontroll, undvikande av intressekonflikter samt deras kontroll och dokumentation av data. För att vara administratör kommer ett tillstånd från FI behövas.

Förordningens nuvarande utformning kan få långtgående konsekvenser för svenska aktörer. Ett flertal finansiella liksom icke-finansiella företag och myndigheter kan eventuellt komma att behöva genomgå auktorisation av FI. När det gäller förordningens slutliga utformning, anser FI att proportionaliteten behöver stärkas. Referensvärden som är systemviktiga eller känsliga för manipulation bör vara hårdare reglerade än de referensvärden som inte är det.

Ny ordning för sanktioner vid marknadsmissbruk

I april 2014 antog EU nya regler mot marknadsmissbruk vilka ersätter 2003 års marknadsmissbruksdirektiv (Mad). De nya reglerna kommer i form av en förordning (Mar) samt ett direktiv (Mad 2). Huvudsyftet med de nya reglerna är att åstadkomma ett enhetligt regelverk inom hela Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES) för att upprätthålla förtroendet för marknaden. Därutöver ska regelarbitrage undvikas samtidigt som förutsebarheten ska öka och komplexiteten minska.

En viktig nyhet som de nya reglerna för med sig gäller sanktionerna vid marknadsmissbruk. I dag har Sverige ett i princip renodlat straffrättsligt system för utredning och sanktioner av marknadsmissbruk, vilket Sverige är ensam om i EU. Det nya marknadsmissbruksregelverket innebär att det vid sidan av de straffrättsliga sanktionerna (fängelse och böter) ska finnas administrativa sanktioner i form av sanktionsavgifter för åtminstone allvarliga fall av marknadsmissbruk. Det svenska genomförandet av dessa bestämmelser har behandlats av den statliga marknadsmissbruksutredningen, som i sitt betänkande föreslår att FI ska ansvara för de administrativa sanktionerna.¹⁸ De straffrättsliga sanktionerna föreslår utredningen att Ekobrottsmyndigheten (EBM) precis som i dag ska hantera.

Kortfattat innebär den nya ordningen att EBM i varje fall av misstänkt marknadsmissbruk ska göra ett vägval. Bedömer EBM att överträdelsen begåtts uppsåtligen ska de inleda en undersökning som kan utmynna i straffrättsliga sanktioner. Gör EBM bedömningen att uppsåt saknas ska ärendet lämnas över till FI för utredning och eventuellt beslut om administrativa sanktioner. FI stödjer utredningens förslag och lyfter också

¹⁷ Med bidragslämnare menas den som lämnar input till en administratör och med användare menas den som refererar till ett referensvärde i konstruktionen av ett avtal eller derivat.

¹⁸ Se SOU 2014:46 Marknadsmissbruk II.

fram vikten av ett mycket nära samarbete med först och främst EBM men även andra tillsynsmyndigheter inom EU. FI framhåller också att ett utökat tillsynsansvar kräver ökade resurser.¹⁹

Ny organisation och nya riktlinjer för redovisningstillsynen

Redovisningstillsyn innebär en kontroll av att de årsredovisningar, halvårsrapporter och kvartalsrapporter som börsnoterade företag lämnar till marknaden utformas enligt gällande redovisningsregler.²⁰ Tillsynen omfattar alltså till stor del företag som inte är finansiella (exempelvis Volvo, Ericsson och H&M). Viss del av ansvaret för redovisningstillsynen har sedan länge varit delegerat till de reglerade marknaderna (i dagsläget Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market), vilka ska ansvara för att bedriva redovisningstillsyn av de bolag som finns på deras respektive reglerade marknader. Även om de gör en stor del av arbetet så har FI som ansvarig myndighet det yttersta ansvaret för redovisningstillsynen.

På senare tid har en diskussion förts kring om ansvaret för att bedriva redovisningstillsyn ska organiseras på ett annat sätt än i dagsläget. Den 4 mars 2015 presenterades ett betänkande som föreslår att den löpande granskningen ska samordnas och utföras av en enda oberoende aktör.²¹ Vidare föreslås att FI fortsatt ska vara ansvarig myndighet och att möjligheten till delegering av redovisningstillsynen inte ska utnyttjas. Förslaget skulle innebära att FI får det fulla ansvaret för redovisningstillsynen från och med den 1 januari 2016. De konsekvenser som förslaget för med sig anser FI är rimliga och FI står därför bakom genomförandet av omorganisationen. En ökning av arbetsuppgifter skulle kräva ökade resurser för FI.

I december 2014 trädde Esmas riktlinjer för övervakning av regelbunden finansiell information ikraft.²² Riktlinjerna gäller hur den nationella redovisningstillsynen bör vara organiserad samt hur tillsynen bör samordnas inom EU. Dessa riktlinjer är en uppdatering av tidigare standarder. På flera områden har förtydliganden gjorts för att uppnå en enhetlig tillsyn i Europa och en enhetlig tillämpning av redovisningsstandarden IFRS hos de börsnoterade företagen. Den största skillnaden mot tidigare standarder är att dessa riktlinjer har en högre status. Varje land måste numera informera Esma om det tänker följa riktlinjerna eller förklara varför det inte tänker följa dem (comply or explain). Det finns därmed mindre utrymme än tidigare för att avstå från att följa dessa regler.

FI har meddelat Esma att Sverige kommer tillämpa riktlinjerna från och med att de träder i kraft, utom på två punkter där riktlinjerna strider mot svensk lag. FI och de två reglerade marknaderna (Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market), tillämpar riktlinjerna i sin respektive tillsyn från och med den 29 december 2014.²³

19 Se FI:s remissvar som finns på www.fi.se/Regler/Remissvar/Svenska-forslag/Listan/Remissvar-Betankandet-SOU-201446-Marknadsmisbruk-2.

20 Till följd av ändringar i EU:s öppenhetsdirektiv kommer kvartalsrapporter inte längre ingå i redovisningstillsynen. Denna ändring ska vara genomförd i svensk lag senast 26 november 2015.

21 Se SOU 2015:19 En ny ordning för redovisningstillsyn.

22 Se särskild information om detta som publicerats på www.fi.se/Regler/Internationellt/EU-samordning/Vardepapper-Esma/Listan/FI-tillampar-nya-EU-riktlinjer-om-tillsyn-over-finansiell-information.

23 Se vidare punkt 8 i Riktlinjer om tillsyn över finansiell information.

Ordlista

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

Benchmarkutgåva (obligation) En större utgåva av en obligation som följer en viss standard och handlas via en av marknadsgaranterna.

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.

Certifikat Finansiell produkt för handel på penningmarknaden som ges ut av en bank eller ett annat företag.

Clearingorganisation Företag som har tillstånd att bedriva clearingverksamhet. Ett exempel på ett sådant företag är Nasdaq OMX Clearing.

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.

Crowdfunding (gräsrotsfinansiering) En metod för att finansiera projekt eller idéer genom att vända sig till ett stort antal, ofta mindre, investerare.

Depåbevis När aktier i utländska företag handlas på en svensk börs, sker det i form av ett depåbevis. Ett depåbevis ges ut av ett finansiellt företag. Den som har ett depåbevis är inte ägare till aktierna och har därmed inte rösträtt på bolagsstämman.

Derivat Samlingsnamn på en form av värdepapper. 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 värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) Den myndighet som ansvarar för regleringen av värdepappersmarknaden inom EU.

IFRS (International Financial Reporting Standards) Internationell standard för redovisning i börsnoterade företag.

Kreditswapp (Credit default swap) En finansiell produkt där man för över kreditrisken från en aktör, till exempel en bank, till en annan aktör.

Libor (London Interbank Offered Rate) Daglig referensränta som banker erbjuder andra banker inom Londons penningmarknad.

Marknadsgarant (Market maker) En finansiell aktör som ställer ut en köp- och en säljkurs för en viss finansiell produkt. På så vis ser marknadsgaranten till så att likviditeten i produkten hela tiden är garanterad.

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).

MTF-plattform (Multilateralt handelssystem) En handelsplattform där ett flertal köp- och säljintressen sammanförs.

Orderdjup Förteckning över köp- och säljorder som för tillfället finns på respektive prisnivå, det vill säga hur många som vill köpa eller sälja en viss finansiell produkt till ett visst pris.

OTC (Over The Counter) Beteckning som används för sådana finansiella produkter (exempelvis derivat) som handlas direkt mellan köpare och säljare utanför en börs eller handelsplattform.

OTF-plattform (organiserad handelsplattform) Handelsplattform som varken är en MTF-plattform eller en reglerad marknad. På en OTF-plattform handlas, till skillnad från de övriga handelsplatserna, inte aktier.

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

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

Spread Skillnaden mellan bästa köppris och bästa säljpris i orderdjupet på en finansiell marknad. Spread kan användas som ett grovt mått på en tillgångs likviditet: en stor spread innebär att få aktörer vill köpa och sälja, alltså att likviditeten är låg, och vice versa.

Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) Daglig referensränta som banker erbjuder andra banker inom Stockholms penningmarknad.

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

Systematisk internhandlare Företag som på ett organiserat, frekvent och systematiskt sätt handlar för egen räkning genom att utföra kundorder utanför en reglerad marknad eller en handelsplattform.

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 särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditrisken normalt är lägre jämfört med obligationer som inte är säkerställda, vilket medför att upplåningskostnaderna sänks.

Värdepapperscentral (Central värdepappersförvarare) Företag som, bland annat, håller register över värdepapper och avvecklar affärer gjorda på en börs. Ett exempel på ett sådant företag är Euroclear Sweden.



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se