

Hur ska svensk värdepappers- avveckling se ut i framtiden?

Riksbanksstudier, juni 2019

Innehållsförteckning

FÖRORD 4

SAMMANFATTNING 5

1. HUR SKA SVENSK VÄRDEPAPPERSAVVECKLING SE UT I FRAMTIDEN? 6

Inledning 6

2. VÄRDEPAPPERSAVVECKLING NU OCH I FRAMTIDEN 7

Vad är värdepappersavveckling? 7

Riksbankens roll i värdepappersavvecklingen 8

Värdepappersavveckling i förändring 9

Teknisk utveckling 10

Nya lagar 10

Politiska initiativ 11

Ska Sverige följa med? 11

3. VISION FÖR AVVECKLING AV VÄRDEPAPPER I SVENSKA KRONOR 13

Den övergripande visionen: Attraktiv marknad för investerare och emittenter 13

En effektiv värdepappersavveckling innebär flera saker 14

Harmonisering och standardisering driver utvecklingen 14

Hög säkerhet är en förutsättning 15

Den svenska marknaden behöver ta ställning 15

4. T2S: EN EUROPEISK PLATTFORM FÖR VÄRDEPAPPERSAVVECKLING 16

T2S skapades för att förenkla gränsöverskridande värdepappershandel 16

Hur fungerar T2S? 16

Vad har T2S inneburit för de marknader som anslutits? 18

Vad kan T2S innebära för svenska emittenter och investerare? 20

Vilka möjligheter finns att realisera T2S potential? 21

Kvarvarande hinder 21

5. FRÅGESTÄLLNINGAR FÖR FRAMTIDA DIALOG 23

Hur kan modellen för svensk värdepappersavveckling se ut om fem till tio år? 23

Vad blir kostnaderna och vilken modell för anslutning passar bäst? 23

Harmonisering – hur viktigt är det att kunna påverka internationella standarder? 24

Vilka risker behöver utredas? 25

Hur ska Riksbanken tillhandahålla centralbankskonton till fler värdepapperscentraler i framtiden? 25

Är Riksbanken beredd att möjliggöra värdepappersavveckling i svenska kronor på T2S? 26

6. AVSLUTANDE KOMMENTARER 27

ORDLISTA 28

REFERENSER 29

Förord

Riksbanken har under sina 350 år varit med om många stora samhällsförändringar. Historiskt har också Riksbanken under perioder förändrat sin verksamhet för att vara i takt med tiden när samhällets och det finansiella systemets behov har förändrats.

Ett av Riksbankens uppdrag är att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. För det krävs ett stabilt finansiellt system. Den finansiella infrastrukturen, som utgör kärnan i det finansiella systemet, är just nu under omvandling. Anledningarna är dels tekniska, med till exempel snabbare transaktioner. Men det sker också regleringsförändringar vilket påverkar förutsättningarna för finansiella infrastrukturföretag. Ett exempel är nya krav på ökad harmonisering inom EU. Dessa förändringar gör att det finns skäl att se över Riksbankens roll inom området.

Denna Riksbanksstudie handlar därför om hur svensk värdepappersavveckling ska ske i framtiden. Frågan är viktig för det finansiella systemet eftersom värdepappersmarknaden är en central del av det och måste fungera så effektivt som möjligt. Författarna beskriver vad värdepappersavveckling är och diskuterar ifall det i framtiden borde vara möjligt att avveckla värdepapper i svenska kronor på den europeiska plattformen Target2-Securities. För att utreda det krävs en djup och ingående analys. Författarna belyser därför ett antal frågor som relevanta aktörer – emittenter, investerare, värdepapperscentraler, banker och Riksbanken – behöver analysera för att kunna ta ställning. Det är också nödvändigt att dessa aktörer resonerar med varandra för att på så sätt bidra med sina respektive perspektiv.

Med denna Riksbanksstudie vill vi bjuda in aktörerna på den svenska värdepappersmarknaden till ett samtal om hur framtiden för svensk värdepappersavveckling ska se ut. Riksbanken föreslår att det sker i form av rundabordssamtal under hösten 2019.

Riksbankens direktion

Sammanfattning

I denna Riksbanksstudie lyfter vi frågan om hur svenska värdepapper ska avvecklas i framtiden för att svensk värdepappersmarknad ska fortsätta vara attraktiv för investerare och emittenter. Frågan behöver ställas av flera skäl. Det pågår en strukturell omvandling inom Europa av marknaden för tjänster relaterade till clearing och avveckling av värdepapper, den så kallade post-trademarknaden. Under lång tid var denna marknad i stort sett oförändrad. Förutsättningarna såg olika ut i olika länder, beroende på både olika nationella regelverk och olika processer för clearing och avveckling av värdepapper. De nationella värdepapperscentralerna hade i många fall monopolställning. Det fanns många hinder för gränsöverskridande värdepappersavveckling, vilket gjorde det svårt och dyrt att handla med värdepapper över gränserna. Strukturomvandlingen som nu pågår sker på det legala såväl som det politiska och tekniska planet. Dessa beskrivs i mer detalj nedan. De pågående förändringarna gör att både Riksbanken och övriga svenska aktörer nu behöver fundera över vad det innebär för utvecklingen på den svenska värdepappersmarknaden.

EU-förordningen Central Securities Depositories Regulation (CSDR), som trädde i kraft 2014, införde harmoniserade krav på värdepapperscentraler och öppnade upp för konkurrens på lika villkor mellan värdepapperscentraler i EU:s medlemsländer. Den europeiska plattformen för värdepappersavveckling, Target2-Securities (T2S), är i produktion sedan juni 2015, och sedan hösten 2018 är 21 värdepapperscentraler i 20 EU-länder anslutna. Fram till hösten 2018 avvecklades endast värdepapperstransaktioner i euro på T2S, men i oktober 2018 anslöts även den danska kronan för avveckling av danska värdepapper.

EU-kommissionens kapitalmarknadsunion verkar för en gemensam kapitalmarknad i EU. En effektiv och harmoniserad värdepappersavveckling är en viktig komponent för en gemensam kapitalmarknad. Därför drivs flera initiativ för att undanröja hinder för gränsöverskridande värdepappershandel, som skillnader i regler för skatteavdrag och i hantering av så kallade bolagshändelser som till exempel utdelningar i olika länder.

Riksbanken behöver förhålla sig till den strukturomvandling som pågår. Genom sitt uppdrag i Riksbankslagen att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende har Riksbanken nämligen en viktig roll för att värna om finansiell stabilitet. I detta ingår att se till att det finns säkra och effektiva system för att genomföra betalningar och värdepapperstransaktioner i centralbankspengar. Riksbanken har under hösten 2018 konsulterat den svenska marknaden om möjligheten att använda Eurosystemets plattform TIPS för omedelbara betalningar i centralbankspengar i svenska kronor och har i juni 2019 beslutat att ta nästa steg och inleda förhandlingar med Eurosystemet om villkoren i ett avtal. Riksbanken undersöker nu även om T2S kan vara ett alternativ för att säkerställa ett säkert och effektivt sätt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling i svenska kronor på ett standardiserat sätt till flera värdepapperscentraler. Andra aktörer på den svenska värdepappersmarknaden behöver också analysera hur de påverkas av T2S, både nu och i framtiden. Det berör den svenska värdepapperscentralen och dess deltagare, som utgörs av de svenska bankerna och värdepappersbolagen, såväl som de svenska investerarna och emittenterna. Det har gått nästan tio år sedan den svenska marknaden utredde en eventuell svensk anslutning till T2S. Det är nu dags att göra det igen, utifrån den pågående europeiska strukturomvandlingen på värdepappersmarknaden.

1. Hur ska svensk värdepappersavveckling se ut i framtiden?

Helena Hallström och Gabriel Söderberg¹

Författarna är rådgivare på Avdelningen för Finansiell Stabilitet samt docent och senior ekonom på Avdelningen för Betalningar

Inledning

För närvarande pågår en strukturomvandling av värdepappershandeln i Sverige och internationellt.² Inom EU pågår en rad olika projekt och initiativ som syftar till att öka harmoniseringen och integreringen av kapitalmarknader och finansiella infrastruktursystem för EU-medlemsländer. Målet med dessa initiativ är både att öka förutsättningarna för tillväxt och att öka säkerheten och effektiviteten i det finansiella systemet. Även om Sverige inte är anslutet till euron har vi nära finansiella och ekonomiska kopplingar till EU. Initiativen i EU är även öppna för icke-euroländer och i Sverige behöver vi därför ta ställning till hur vi ska förhålla oss till dessa projekt och initiativ.

För Sveriges del väcker detta flera frågor om hur den svenska värdepappersavvecklingen ska utvecklas i framtiden. Ska vi följa med i den europeiska integrationen och harmoniseringen? Om inte, hur ska vi möjliggöra en fortsatt säker och effektiv värdepappersavveckling i svenska kronor som ändå är fullt interoperabel med övriga Europa? Hur kan vi undvika att Sverige marginaliseras och blir en udda marknad som har avvikande processer och därmed på sikt riskerar både högre kostnader och minskande intresse från utländska investerare? Hur kan vi säkerställa att svenska investerare och emittenter kan nå kapital och investeringar utanför Sveriges gränser även i framtiden?

Denna Riksbanksstudie handlar om hur den nuvarande modellen för avveckling av svenska värdepapper ska utvecklas i förhållande till den gemensamma europeiska plattformen för värdepappersavveckling, Target2-Securities (T2S). Den svenska värdepappersmarknaden analyserade en eventuell svensk anslutning till T2S under åren 2010–2011. T2S-projektet befann sig då i ett tidigt skede och den svenska marknaden intog en försiktigt positiv hållning men beslutade dock att det då inte fanns tillräckliga skäl för att förespråka att svenska värdepapper skulle avvecklas på T2S. Anledningen var bland annat de initiala kostnaderna och osäkerheten kring om T2S verkligen skulle bli verklighet, eftersom det då endast befann sig i projektstadiet. Riksbanken följde marknadens vilja och beslutade därför 2012 att inte ansluta den svenska kronan till T2S. Men sedan dess har förutsättningarna förändrats. Det är därför angeläget att återigen pröva frågan om en eventuell svensk anslutning till T2S. För det krävs att alla berörda parter gör en djupgående analys av de frågor som är relevanta för dem.

I studien beskriver vi vad värdepappersavveckling är, dess långsiktiga trender och Riksbankens roll. Därefter ger vi en bakgrund till T2S, beskriver effekter för de marknader som har anslutits och diskuterar framtida potentiella effekter. Slutligen pekar vi på ett antal viktiga frågeställningar som behöver utredas vidare för att klargöra hur ett potentiellt svenskt ställningstagande skulle se ut. Alla frågor kan vi inte behandla på ett uttömmande sätt i den här studien, men vi vill att den ska fungera som ett startskott för en bredare analys och diskussion som kan bidra till en gemensam vision för hur svenska värdepapper ska avvecklas i framtiden.

¹ Författarna vill tacka Roger Broman, Camilla Ferenius, Eva Hellström, Mia Holmfeldt, Tommy Persson, Jan Schüllerqvist, Olof Sandström, Johanna Stenkula von Rosen, och Lena Wiberg för hjälp under arbetet med denna text.

² För mer om detta se Sveriges Riksbank (2019), Finansiell infrastruktur i teknisk förändring.

2. Värdepappersavveckling nu och i framtiden

Här ger vi en beskrivning av hur värdepappersavveckling och den svenska marknaden för det fungerar.

Vad är värdepappersavveckling?

Handel med värdepapper – exempelvis aktier och obligationer – innebär liksom all annan handel att säljaren får betalt medan köparen får äganderätt till det som köpts.³ Man talar därför om att det finns två flöden i en värdepapperstransaktion som går åt olika håll: betalningsledet som går till säljaren och värdepappersledet (överförandet av ägande) som går till köparen. När dessa båda led är utförda har värdepapperstransaktionen blivit avvecklad. Dagen då köparen och säljaren kommer överens om att ingå en transaktion kallas handelsdagen. Dagen då transaktionen genomförs kallas avvecklingsdagen och inträffar två dagar efter handelsdagen. Det finns en risk för både köparen och säljaren att den andre inte genomför sin del av transaktionen. Ett sätt att minska denna risk är en så kallad leverans mot betalning, eller delivery-versus-payment (DvP). Det innebär att betalningen och ägarbytet utförs samtidigt så att det inte finns någon risk att någon part inte får sin del av transaktionen.

För att en sådan transaktion ska kunna äga rum behövs dels konton från vilka betalningen kan ske och dels ett system för att registrera värdepapper och föra över ägandet av dem. Organisationer som tillhandahåller sådana system kallas värdepapperscentraler och är en typ av finansiell infrastruktur.⁴ I värdepapperscentralen matchas köparens och säljarens transaktioner, vilket innebär att man stämmer av detaljer som vilket värdepapper det gäller, hur många, det nominella beloppet, likvid och handelsdag. På avvecklingsdagen kontrollerar värdepapperscentralen att säljaren kan leverera värdepappren och att köparen kan betala. Därefter avvecklas transaktionen genom att pengar förs över och värdepapper byter ägare.

I Sverige finns i dag bara en värdepapperscentral, Euroclear Sweden. Euroclear Sweden har varit Sveriges värdepapperscentral sedan 1971 och ingår sedan 2008 i en grupp som ägs av det belgiska företaget Euroclear SA/NV (ESA) som äger sju värdepapperscentraler i Europa.⁵ Fram till 1999 hade Euroclear Sweden, som då hette VPC AB, monopol att verka som värdepapperscentral i Sverige. När det sedan upphörde i lag har de i praktiken ändå fortsatt att ha en monopolliknande ställning på den svenska marknaden. Marknaden för värdepapperscentraler har dock öppnats upp för konkurrens på lika villkor genom ett enhetligt EU-regelverk (se mer om detta i avsnittet om omvärldsförändringar). Euroclear Sweden outsourcar i dag sina datacenter till moderbolaget i Belgien, vilket i praktiken innebär att en del av verksamheten sköts utanför Sveriges gränser. Euroclear Sweden avvecklar dagligen i genomsnitt 56 000 aktietransaktioner och 1 400 transaktioner i räntebärande värdepapper till ett värde av i genomsnitt 500 miljarder svenska kronor, varav 450 miljarder i räntebärande värdepapper.⁶ Euroclear Swedens system för avveckling är öppet vardagar mellan klockan 07.00 och 17.00. Avveckling genomförs i så kallade batcher⁷ vid fem tillfällen per

³För en mer detaljerad beskrivning se Sveriges Riksbank (2016), "Den svenska finansmarknaden", s. 92–93.

⁴Finansiell infrastruktur är företag eller system som möjliggör avveckling av finansiella transaktioner. Exempel på finansiell infrastruktur i Sverige är Riksbankens system för stora betalningar, RIX, värdepapperscentralen Euroclear Sweden, Bankgirots system för massbetalningar och Nasdaq Clearings system för clearing av derivat och repor.

⁵I Eurocleargruppen ingår värdepapperscentralerna i Sverige, Finland, Storbritannien, Belgien, Frankrike, Nederländerna och den internationella värdepapperscentralen (ICSD:n) Euroclear Bank i Belgien.

⁶Källa: Euroclear Sweden.

⁷Batcher är schemalagda avvecklingsomgångar i systemet. Euroclear Sweden erbjuder även avveckling i realtid, så kallade RTGS-transaktioner. Processen för detta är dock manuell och används ytterst sällan.

dag, mellan klockan 07.00 och 14.00.⁸ I systemet finns ett antal processer som höjer effektiviteten i avvecklingen genom att minska behovet av likviditet och värdepapper. Till exempel möjliggör systemet att flera transaktioner kan avvecklas samtidigt, och att köp- och säljtransaktioner kan ta ut varandra. Euroclear Sweden avvecklar huvudsakligen transaktioner i svenska kronor, men erbjuder även avveckling i euro och planerar inom kort att även erbjuda avveckling i danska kronor.

Förutom värdepappersavveckling kan värdepapperscentraler utföra flera andra tjänster⁹ som är relaterade till handel med och ägande av värdepapper. Det rör sig dels om att föra register över vem som äger värdepapper, dels om att möjliggöra för emittenter att ge ut nya värdepapper. Det kan också handla om att dra skatt på utdelningar innan de betalas ut till aktieägare och vidarebefordra den summan till skattemyndigheten. Det rör sig också om att hantera händelser relaterade till ägande av värdepapper som medför en rättighet för ägaren, så kallade bolagshändelser (engelska: corporate actions). Exempel på detta är aktieutdelningar, erbjudanden relaterade till aktier som nyemissioner, uppköpserbjudanden, aktiesplittar och händelser relaterade till räntebärande värdepapper som räntebetalningar och förfall.

Riksbankens roll i värdepappersavvecklingen

Värdepappersavvecklingen är mycket viktig för att det finansiella systemet ska fungera. Av det skälet är centralbanken i ett land i regel alltid involverad i värdepappersavvecklingen. Den huvudsakliga anledningen till det är att centralbanken bidrar till att minska risker i avvecklingen genom att erbjuda parterna avveckling i centralbankspengar, och därmed även i det finansiella systemet som helhet. Centralbankspengar är en fordran på en centralbank, exempelvis Riksbanken, som kan användas i avvecklingssyfte. Kontot som betalningen i värdepapperstransaktionen dras från, det så kallade likvidkontot, är alltså ett konto hos centralbanken med pengar som centralbanken gett ut. Anledningen till att det anses säkrare att pengarna som används vid avveckling finns på ett centralbankskonto har att göra med en centralbanks särskilda funktion i samhällsekonomin. Eftersom en centralbank alltid kan skapa pengar i landets valuta kan den alltid fullgöra sina åtaganden i inhemsk valuta. Det betyder att en fordran på en centralbank, i det här fallet pengar på ett konto som ska användas som betalning för en värdepapperstransaktion, alltid behåller sitt värde och därmed är en riskfri exponering. Man talar därför om att kreditrisken på centralbankspengar är noll.

En annan risk är den så kallade likviditetsrisken, som innebär att en aktör kanske inte har tillräckliga likvida medel att betala i rätt ögonblick. Den risken går att undvika genom att ha ett konto hos en centralbank. Där kan en aktör under dagen låna likviditet av centralbanken mot säkerheter för att kunna göra sina transaktioner. Det innebär att centralbankspengar också minimerar likviditetsrisken. Möjligheten att låna likviditet under dagen av centralbanken gör dessutom värdepappersavvecklingen mer effektiv. Genom att se till att kontona för avvecklingen finns hos centralbanken, och att avvecklingen därför sker i centralbankspengar, minskar den totala risken i det finansiella systemet. Det går också att göra avveckling i privata pengar, eller så kallade kommersiella pengar. Men eftersom kommersiella pengar saknar de riskminimerande egenskaper som centralbankspengar har säger de internationella standarderna för finansiell infrastruktur, de så kallade Principles for Financial Market Infrastructures

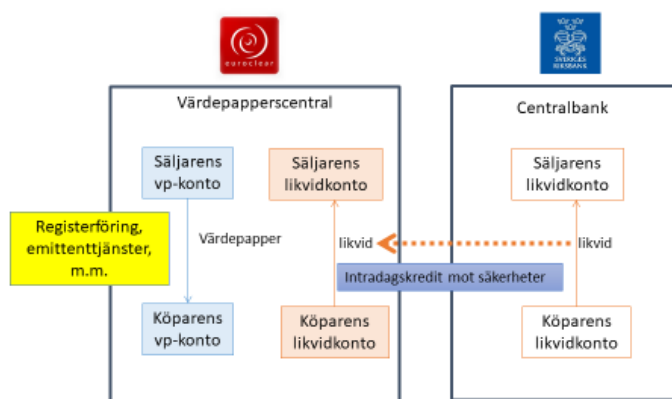
⁸Ytterligare en avvecklingsgenomgång genomförs klockan 17.00, men denna är endast utan likvid. Syftet med en sådan transaktion kan till exempel vara att flytta värdepapper mellan egna värdepapperskonton.

⁹Se CSDR, Förordning EU nr 909/2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler, bilaga Förteckning över tjänster, avsnitt A, B och C, för en beskrivning av de tjänster som en värdepapperscentral får utföra.

(PFMI),¹⁰ att ett system eller företag som genomför avveckling av betalningar och finansiella tillgångar ska göra det i centralbankspengar när det är möjligt.¹¹ Principen om avveckling i centralbankspengar är även införd i lag i EU-länderna för vissa typer av finansiella infrastruktursystem som värdepapperscentraler och centrala motparter.¹²

Centralbanken kan alltså bidra till att minska de finansiella riskerna med värdepappersavvecklingen och öka effektiviteten i likviditetshanteringen. Exakt hur man organiserar detta skiljer sig från land till land. I Sverige används en så kallad *integrated model*, som innebär att likvidkontona, det vill säga centralbankskontona, är fullt integrerade¹³ i värdepapperscentralens system för värdepappersavveckling. För att detta ska vara möjligt har Riksbanken avtalat med den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden att de ska administrera centralbankskonton i sitt system för värdepappersavveckling. Bilden nedan visar en skiss över den modellen. Denna integrerade modell är mycket effektiv och innebär lägre risk än en modell där avvecklingen av värdepappersledet respektive betalningsledet sker i olika system.

Figur 1. Översikt av hur avvecklingen i Euroclear Sweden fungerar i dag.



Bilden visar en förenklad skiss av dagens modell med integrerade centralbankskonton i Euroclear Swedens system. Euroclear Sweden administrerar centralbankskonton i sitt system där värdepappersavvecklingen utförs på värdepappers- och centralbankskonton. Vissa deltagare i Euroclear Sweden har tillgång till intradagskredit från Riksbanken mot säkerhet i värdepapper som pantsätts för detta ändamål till Riksbanken i Euroclear Swedens system. Den gula rutan visar att Euroclear Sweden även utför andra tjänster relaterade till värdepapper, utöver avveckling.

Men det finns också andra sätt att se till att avveckling kan ske i centralbankspengar. Exempelvis tillämpar man i Storbritannien en så kallad *interfaced model*. I det fallet finns likvidkontot i centralbankens system och värdepapperskontot i värdepapperscentralens system. Värdepapperscentralen skickar då löpande transaktioner till centralbanken för avveckling.¹⁴

Värdepappersavveckling i förändring

Att minimera riskerna med centralbankspengar och delivery-versus-payment, som vi har beskrivit ovan, är mer eller mindre tidlösa egenskaper i modellen för

¹⁰PFMI har arbetats fram av Committee of Payments and Market Infrastructures, som är en del av Bank for International Settlements, centralbankernas bank, i samarbete med IOSCO.

¹¹Se CPMI/IOSCO (2012), Principles for Financial Market Infrastructures, s. 67.

¹²CSDR, Förordning EU nr 909/2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler, artikel 40.1. EMIR, Förordning EU nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister, artikel 50.

¹³Att likvidkontona är integrerade betyder att både likvidkontot och värdepapperskontot finns i samma system: värdepapperscentralens system för avveckling av värdepapper. Därmed uppstår ingen risk för operationella problem i kontakten mellan två system, som fallet hade varit om kontona funnits i olika system. Likvidkontot i värdepapperscentralens system är en spegling av likvidkontot i Riksbankens system RIX.

¹⁴För mer information om avveckling i centralbankspengar, se CPMI (2003), The role of central bank money in payment systems.

värdepappersavveckling och kommer att kvarstå under lång tid framöver. Däremot förändras nu omvärlden på ett sätt som gör att den svenska värdepappersmarknaden står inför ett antal viktiga vägval. Det är huvudsakligen tre omvärldsförändringar som bidrar till utvecklingen.

Teknisk utveckling

För det första sker tekniska förändringar som i kombination med ändrade marknadsbeteenden skapar ett högt omvandlingstryck. Snabbare informations- och kommunikationsteknologi gör det möjligt att genomföra finansiella transaktioner snabbare och under större delar av dygnet. Det är också möjligt att i högre utsträckning automatisera moment i hanteringen av finansiella transaktioner som tidigare gjordes manuellt. Det gör samtidigt att användare, både privatpersoner och institutionella användare, har högre krav och förväntningar på de system som hanterar finansiella transaktioner. Det finns också ny experimentell teknik, framför allt så kallad Distributed Ledger Technology (DLT), vars mest kända exempel är blockkedjor. Det pågår för närvarande flera experiment på finansmarknaden, vilket potentiellt skulle kunna leda till att denna teknik blir etablerad i framtiden.¹⁵ Generellt sker därför i dag en genomgripande teknisk förändring på finansmarknaden som också berör värdepappersmarknaden. T2S är i sig ett exempel på en teknisk förändring genom utveckling av en ny typ av infrastruktur som sammanför befintliga infrastrukturer och aktörer och möjliggör nya sätt för dessa att interagera med varandra om än inte byggt på DLT.

Nya lagar

För det andra har nya regleringar införts. Den viktigaste regleringen för värdepappersavveckling är EU-förordningen Central Securities Depositories Regulation (CSDR) som trädde i kraft 2014. CSDR syftar till att förbättra värdepappersavvecklingen i Europa, och introducerar harmoniserade regler för värdepapperscentraler i EU samtidigt som det öppnar upp för konkurrens mellan dem på lika villkor. Vissa delar av förordningen har redan införts medan andra delar kommer att börja tillämpas under kommande år. En värdepapperscentral som har auktorisation¹⁶ under CSDR har rätt att bedriva verksamhet varsomhelst i EU. Förordningen inför också ett antal nya regler som syftar till att förbättra effektiviteten i avvecklingen, det vill säga öka andelen värdepapperstransaktioner som avvecklas på avsedd dag, bland annat genom krav på straffavgifter vid försenad avveckling.¹⁷ Det har också införts standardiserade krav på processerna relaterade till avveckling, till exempel att avvecklingen av en värdepapperstransaktion ska ske senast två dagar¹⁸ efter handelsdagen och att värdepapper som registreras hos en värdepapperscentral endast ska förekomma i så kallad dematerialiserad¹⁹ form, det vill säga enbart i digital form och inte i pappersformat.

¹⁵Exempelvis driver den australiska börsern ASX ett projekt för att byta ut systemet för avveckling av aktietransaktioner, CHES, till ett nytt system baserat på DLT. Andra exempel är Deutsche Börse och Commerzbank som nyligen har lyckats genomföra avveckling av en värdepapperstransaktion med DLT. För mer om detta se ASX (2019), "CHES Replacement", och Leaprate (2019), "Deutsche Börse and Commerzbank complete first securities settlement on blockchain".

¹⁶Alla EU:s värdepapperscentraler behöver ansöka om auktorisation att bedriva verksamhet enligt kraven i CSDR. I Sverige är det Finansinspektionen som behandlar ansökan om sådant tillstånd.

¹⁷Det förekommer förseningar i leveranser av värdepapper. Man mäter avvecklingsgrad, vilket är ett mått på hur stor andel av transaktionerna som avvecklas på avsedd dag. En hög avvecklingsgrad är viktigt för att marknaden ska vara effektiv. Avvecklingsgraden har länge varit hög (närmare 100 procent) på den svenska marknaden, men sedan ett antal år tillbaka syns en tydligt nedåtgående trend i avvecklingsgraden i främst aktier i den svenska värdepapperscentralen. Orsakerna till detta finns främst hos ett antal deltagare som inte i tillräcklig grad lever upp till kraven på att säkerställa att man har kapacitet att leverera värdepapper på avsedd dag. När de nya CSDR-reglerna som är avsedda att öka avvecklingsgraden träder i kraft hösten 2020 kan avvecklingsgraden förväntas öka.

¹⁸Före CSDR gjordes avvecklingen tre dagar efter handelsdagen i Sverige och på många andra europeiska marknader.

¹⁹Dematerialiserad betyder att värdepappret är i elektronisk form, till skillnad från fysisk form. I den svenska värdepapperscentralen förekommer värdepapper sedan slutet av 1980-talet endast i dematerialiserad form. Det finns dock fortfarande vissa marknader i Europa där fysiska värdepapper förekommer.

Politiska initiativ

För det tredje finns politiska initiativ som EU-kommissionens kapitalmarknadsunion (Capital Markets Union, CMU). Kapitalmarknadsunionen är en handlingsplan för att skapa en inre marknad för kapital i hela EU som EU-kommissionen antog i september 2015. Syftet med den är att öka möjligheterna för gränsöverskridande marknadsfinansiering genom att skapa en inre marknad för kapital i EU där investerarna kan investera över gränserna utan hinder och företagen kan få tag på kapital från en rad olika källor, oavsett var i EU de finns. Detta ska uppnås bland annat genom att man undanröjer hinder för gränsöverskridande investeringar i EU som hindrar företag från att få tillgång till finansiering. EU:s företag är starkt beroende av finansiering från bankerna och relativt sett mindre beroende av kapitalmarknaderna, i motsats till hur det ser ut i USA där kapitalmarknaderna står för en betydligt större andel av företagets finansiering. Kapitalmarknadsunionen väntas leda till en ökning av marknadsfinansieringen även i EU.

Kapitalmarknadsunionen syftar också till att bidra till ett stabilare finansiellt system, genom att finansiella risker fördelas på flera olika finansieringskällor och företag. Investerare blir därmed mindre sårbara för problem i banksystemet. Handlingsplanen²⁰ från 2015 innehåller över 30 initiativ som utgör byggstenarna för att skapa förutsättningar för en integrerad kapitalmarknad i EU till 2019. I juni 2017 publicerade kommissionen en uppdatering av hur långt arbetet med handlingsplanen kommit, och introducerade då även nya åtgärder på listan, bland annat relaterat till den snabba teknikutvecklingen. Till mitten av mars 2019 hade kommissionen, rådet och parlamentet enats om tio av tretton lagförslag²¹, varav tre har implementerats i lag. Viktiga punkter på kommissionens handlingsplan handlar om att åtgärda de hinder som identifierats för gränsöverskridande värdepappershandel inom bland annat skatteområdet och legala frågor om investerarskydd.

Det politiska initiativet att försöka harmonisera mellan medlemsländerna innebär också att man skapar ny finansiell infrastruktur. Euroländernas gemensamma penningpolitiska myndighet, Eurosystemet, som består av Europeiska centralbanken (ECB) och de nationella centralbankerna i euroländerna, har utvecklat och driver flera system för betalningar och värdepappersavveckling i eurozonen. Eurosystemet bedriver också ett aktivt arbete för att utveckla och anpassa sina system till framtida krav och ny teknik. Systemet för stora betalningar, Target2, som motsvarar Riksbankens RIX-system och har funnits i över ett decennium, ska moderniseras och integreras med samma tekniska plattform som används för T2S. TIPS²², plattformen för omedelbara betalningar, har nyligen lanserats. Eurosystemet håller också på att ta fram en gemensam plattform för att hantera säkerheter för centralbankskrediter, kallad ECMS (Eurosystem Collateral Management System), som ska ersätta de nationella system som drivs av de olika euroländernas centralbanker i dag. Målen med förändringarna är att uppnå effektivisering och skalfördelar, både i processerna för betalningar och likviditetshantering för Eurosystemets olika tjänster, men också i själva driften och utvecklingen av systemen. Det finns nämligen många fördelar med att samla kompetens inom utveckling och drift av system på ett ställe. Men det handlar också om att hantera risker på ett mer effektivt sätt, genom att säkra de avsevärda investeringar i kompetens, rutiner och tekniska skydd som krävs.

Ska Sverige följa med?

Sammantaget innebär dessa pågående omvärldsförändringar en tydlig utveckling i riktning mot harmonisering för aktörerna på EU:s värdepappersmarknader. Förändringarna påverkar värdepapperscentralerna såväl som deras deltagare (bankerna

²⁰Europeiska Kommissionen (2015), Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion.

²¹Europeiska Kommissionen (2019), Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union.

²²Target Instant Payment Settlement.

och värdepappersbolagen), emittenter och investerare. Den svenska marknaden står nu inför ett vägval som handlar om hur mycket svensk värdepappersmarknad ska följa med i den europeiska integrationen och harmoniseringen, och till vilken kostnad. De svenska marknadsaktörerna behöver bestämma en framtida riktning. I detta ingår att besluta hur man ska förhålla sig till att större delen av den europeiska värdepappersavvecklingen sker på T2S.

Värdepappersavveckling är visserligen bara en del bland många andra faktorer som behövs för en effektiv värdepappersmarknad. Men de stora omvärldsförändringarna som pågår gör att Riksbanken och andra marknadsaktörer som är involverade i värdepappersavveckling behöver ha en uppfattning om hur den framtida svenska värdepappersavvecklingen ska se ut. De kommer också att behöva ta ställning i ett antal frågor som vi kommer att diskutera senare i denna Riksbanksstudie, även om detaljfrågorna bör vara underordnade en övergripande vision av hur avvecklingen av värdepapper ska se ut i framtiden.

3. Vision för avveckling av värdepapper i svenska kronor

Här beskriver vi vad som bör kunna uppfattas som en okontroversiell vision över vilka egenskaper framtidens marknad för värdepappersavveckling i svenska kronor bör ha.

Den övergripande visionen: Attraktiv marknad för investerare och emittenter

Svenska banker, hypoteksbolag och icke-finansiella företag är idag i hög grad beroende av finansiering via utländska kapitalmarknader, främst i Europa. Under de senaste fem åren²³ har till exempel svenska banker och hypoteksbolag gett ut så kallade säkerställda obligationer i mellan 58 och 73²⁴ procent utländsk valuta per år och resterande del i svenska kronor. Merparten av emissionerna i utländsk valuta har varit i euro, följt av amerikanska dollar och brittiska pund. Även så kallade medium term notes (MTN), som emitteras löpande av olika typer av svenska bolag, har haft en relativt hög andel av emissionsvärdet i utländsk valuta under samma tidsperiod och uppgått till mellan 29 och 42 procent per år. Företagsobligationer²⁵ utgivna av svenska företag har en årlig fördelning mellan 75 och 82²⁶ procent i utländsk valuta och resterande del i svenska kronor. Även här är euro den största utländska valutan följt av amerikanska dollar och brittiska pund. Emissionerna i svenska kronor görs huvudsakligen i den svenska värdepapperscentralen, och emissionerna i utländsk valuta görs vanligen i någon av de internationella värdepapperscentralerna Euroclear Bank i Belgien eller Clearstream Bank i Luxemburg.

Den svenska värdepappersmarknaden är den största i Norden och har även en ansevärd andel utländska investerare. Utländska investerare innehar ungefär 40²⁷ procent av svenska aktier och uppskattningsvis 25²⁸ procent av alla räntebärande värdepapper i den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden.

Visionen för framtidens svenska värdepappersavveckling kan sammanfattas med att det är viktigt att säkerställa att Sverige även fortsättningsvis har en attraktiv, säker och effektiv värdepappersmarknad som bidrar till ekonomisk tillväxt. Därför är det viktigt att svenska investerare, emittenter och övriga berörda parter på värdepappersmarknaden har samma möjligheter och villkor som i övriga EU att ta del av gränsöverskridande kapitalmarknader. För att uppnå detta behövs flera delar, som hög effektivitet, harmoniserade processer och regelverk och ett högt säkerhetsskydd. I följande avsnitt beskriver vi vad dessa olika delar handlar om.

En välfungerande kapitalmarknad främjar ekonomisk tillväxt, genom att säkerställa att de som behöver låna kapital för investeringar kan göra det på ett säkert och effektivt sätt till en rimlig kostnad. På samma sätt kan de som vill låna ut pengar få god avkastning på sitt kapital. Värdepappersmarknadens yttersta intressenter är därför investerarna och emittenterna, alltså hushållen och företagen, kommunerna och regionerna med flera. Utöver dem finns flera andra aktörer som är aktiva och utför tjänster på olika delar av kapitalmarknaderna, som handelsplatser och börser, depåbanker, fondbolag, förvaltare, värdepapperscentraler, centrala motparter med flera.

²³2014–2018.

²⁴Källa: Dealogic.

²⁵Företagsobligationer av investment grade.

²⁶Källa: Dealogic.

²⁷Källa: Euroclear Sweden.

²⁸För räntebärande värdepapper är det svårare att hitta information om andel utländskt innehav i värdepapperscentralen Euroclear Sweden, eftersom huvuddelen av innehaven är förvaltarregistrerade, det vill säga de förvaras på ett värdepapperskonto i depåbankens namn, som depåbanken håller för sina kunders räkning. Siffran är därför en uppskattning baserad på svenska värdepappersdatabasen SVDB och betalningsbalansens portföljinvesteringar.

Värdepappersavvecklingen är en del i den långa kedjan av händelser som äger rum i handeln med värdepapper (den så kallade post-trade-marknaden). Det finns många faktorer som är viktiga för att den svenska värdepappersmarknaden ska vara attraktiv. I denna studie fokuserar vi dock på värdepappersavvecklingen och relaterade processer. Det är mycket viktigt att värdepappershandelns alla steg sker på ett effektivt och säkert sätt, så att förtroendet för kapitalmarknadernas funktion upprätthålls, och även för den finansiella stabiliteten. Men framför allt är det viktigt att den svenska värdepappersmarknaden fortsätter att vara attraktiv för både svenska och utländska investerare och emittenter.

I följande avsnitt beskriver vi de olika delarna i visionen och varför de är viktiga.

En effektiv värdepappersavveckling innebär flera saker

Effektivitet handlar om att värdepappersavvecklingen kan ske på ett kostnadseffektivt sätt. Men det handlar också om att det ska gå att genomföra ett stort antal transaktioner under så stor del av dygnet som möjligt, om möjligt i realtid. För detta krävs funktioner som på olika sätt hindrar att det uppstår knutar eller stopp, till exempel genom att större transaktioner delas upp i mindre delar som avvecklas successivt eller att en parts köp och försäljning av samma värdepapper avvecklas samtidigt. Det krävs också funktioner som optimerar likviditetsbehovet i avvecklingen, till exempel automatisk pantsättning till Riksbanken för intradagskrediter, som redan finns idag. Effektivitet handlar också om att det finns ändamålsenliga processer och rutiner för drift och utveckling av tekniska system, att risker hanteras på ett bra sätt och att säkerheten och motståndskraften mot till exempel cyberhot är hög. Det handlar också om flexibilitet som gör det möjligt att snabbt anpassa och utveckla nya tjänster i takt med aktörernas krav och förväntningar. Genom att samla resurser och kompetens på flera olika områden kan man uppnå stordriftsfördelar och därigenom både hög effektivitet och säkerhet.

En annan aspekt av effektivitet när det gäller värdepappersavveckling är att värdepapperstransaktioner ska avvecklas på den dag som parterna som gjort transaktionen har enats om. Det kan tyckas vara en självklarhet, men transaktioner blir ibland försenade vilket skapar kostnader för både köparen och säljaren eftersom säljaren inte får betalt på rätt dag och köparen inte får tillgång till det värdepapper som denne köpt på rätt dag. Ett begrepp som används i detta sammanhang är avvecklingsgrad, det vill säga hur stor andel av de överenskomna värdepapperstransaktionerna som avvecklas på rätt dag. En välfungerande värdepappersmarknad ska ha en mycket hög avvecklingsgrad.

Ytterligare en aspekt av effektivitet är att det ska vara lika enkelt att avveckla värdepapper inom en marknad som mellan flera. Att det är möjligt att avveckla både ett köp från en motpart och en försäljning av samma värdepapper vidare till en annan motpart på samma dag, så kallade back-to-back-transaktioner, är ännu ett exempel på hög effektivitet.

Harmonisering och standardisering driver utvecklingen

Harmonisering och standardisering behövs för att kunna uppnå stordriftsfördelar, och är även viktiga komponenter för effektivitet och för att konkurrerande tjänster eller aktörer ska kunna växa fram. Att harmonisera och standardisera sig med Europa innebär för Sverige att processer för både värdepappersavveckling och andra händelser som berör handel och ägande av värdepapper ska vara samma som de processer som överenskommit i Europa, eller så lika som möjligt. Harmonisering är en förutsättning för att kunna delta i och få nytta av framtida gränsöverskridande utveckling på EU:s värdepappersmarknad. Men precis som med all annan harmonisering uppstår det här en avvägning mellan ett eventuellt behov av skraddarsydda, nationella lösningar och

vinsterna om medlemsländerna deltar på EU:s inre marknad på lika villkor. Visserligen kan det finnas kortsiktiga fördelar för en marknad att "göra saker på sitt sätt", men på lång sikt är det svårt att se att svenska investerare och emittenter gynnas av att svenska aktörers processer för värdepapper avviker från europeisk standard, eftersom det försvårar för utländska företag att konkurrera på samma villkor som svenska företag i Sverige. För att kunna påverka utformningen av standarder är det viktigt för svenska aktörer att delta i de forum och sammanhang där de definieras.

Hög säkerhet är en förutsättning

Man ska kunna lita på att processerna för värdepappersavveckling fungerar och att risken för avbrott, stöld eller bedrägeri minimeras. Infrastrukturen för värdepappersavveckling behöver därför på grund av sin systemviktiga funktion ha ett mycket gott säkerhetsskydd inklusive skydd mot cyberhot. Cyberhot ses i dag nämligen som en av de största operationella riskerna mot aktörerna i det finansiella systemet.²⁹ Det finns också aspekter relaterade till säkerhet som har att göra med krisberedskap. I detta sammanhang kan det diskuteras om det är viktigt att Sverige av beredskapsskäl har nationella system inom Sveriges gränser för betalningar och värdepappersavveckling. Redan i dag är den finansiella infrastrukturen och de finansiella aktörerna dock i hög grad sammanlänkade och är mer internationella än nationella. Hög säkerhet är därför inte nödvändigtvis synonymt med svenskt. För att Riksbanken ska kunna använda leverantörer av infrastruktursystem utanför Sverige krävs att de omfattas av säkerhetsskydd, vilket innebär ett antal förpliktelser av formell och praktisk natur för både Riksbanken och den utländska leverantören. Det kan finnas både för- och nackdelar med att kritisk infrastruktur ligger i utlandet. Till exempel kan det innebära att svenska myndigheter har sämre fysisk tillgång till infrastruktursystemet i utlandet. Å andra sidan kan man se det som en form av riskspridning att viss del av infrastruktur som är kritisk för Sverige finns i utlandet, eftersom det då inte skulle drabbas av en störning som inträffar i Sverige.

Den svenska marknaden behöver ta ställning

För att inte riskera att den svenska värdepappersmarknaden blir marginaliserad och mindre attraktiv för europeiska aktörer eller att svenska investerare inte får tillgång till nya former av europeiskt sparande, är det viktigt att den svenska värdepappersmarknaden utvecklas i takt med övriga Europa. Formerna för hur svenska värdepapper avvecklas behöver därför utvecklas för att säkerställa att avvecklingen även i framtiden kan ske så effektivt och säkert som möjligt och till en så låg kostnad som möjligt. Men en anpassning till nya standarder och nya sätt att göra saker tar tid. Därför är det av stor vikt att aktörerna på den svenska värdepappersmarknaden snarast analyserar vilken väg som ska tas för att möjliggöra den utvecklingen.

En möjlig väg framåt för värdepappersavveckling i svenska kronor är Eurosystemets plattform T2S. T2S utgör ett viktigt steg mot att skapa en fullt harmoniserad och integrerad europeisk värdepappersmarknad, där emittenter och investerare över hela Europa kan nå varandra. Marknaden behöver också diskutera hur förutsättningarna för svensk värdepappersmarknad förändras om T2S fulla potential för gränsöverskridande värdepappersavveckling realiserar inom fem till tio år.

²⁹Se Sveriges Riksbank (2019), *Finansiell stabilitetsrapport 2019:1*, s. 5, 9.

4. T2S: En europeisk plattform för värdepappersavveckling

Här ger vi en beskrivning av T2S följt av potentiella frågor som aktörerna på marknaden för värdepappersavveckling, inklusive Riksbanken, kommer att behöva analysera.

T2S skapades för att förenkla gränsöverskridande värdepappershandel

De europeiska värdepappersmarknaderna har historiskt varit nationella, med olika nationella regelverk, rutiner och processer. Därför har infrastrukturen för avveckling byggts upp för att möjliggöra handel av värdepapper inom det egna landets gränser. Det betyder att både tekniken och de legala ramverken för avveckling främst har varit avsedda att fungera för inhemsk värdepappershandel. Före T2S var marknaden för värdepappersavveckling i EU därför väldigt fragmenterad och det var betydligt dyrare och mer komplicerat att genomföra värdepappershandel över gränserna än inom ett land. Det fanns en värdepapperscentral per land som i princip hade monopolställning, och olika länder tillämpade olika regelverk och rutiner för värdepappersavveckling.

I slutet av 1990-talet tillsatte EU-kommissionen därför en expertgrupp kallad Giovannini Group för att utreda arrangemang för clearing och avveckling av värdepapper över gränserna i EU. Gruppen identifierade sedan de huvudsakliga hindren för effektiv, gränsöverskridande värdepappersavveckling i EU, de så kallade Giovannini barriers i en rapport 2001. I den identifierade gruppen femton hinder som delades in i tre kategorier:

1. hinder relaterade till skillnader i nationell marknadspraxis och tekniska krav
2. hinder relaterade till nationella skillnader i skatteregler
3. hinder relaterade till legal säkerhet för finalitet, pantsättning med mera.

I en andra rapport tog gruppen 2003 fram förslag på åtgärder för att få bort hindren och pekade ut de institutioner som förväntades ansvara för detta, bland andra centralbankerna, den europeiska intresseorganisationen för värdepapperscentraler European Central Securities Depositories Association (ECSDA), de europeiska värdepappersreglerarna European Securities and Markets Authority (ESMA), nationella regeringar och andra aktörer på värdepappersmarknaden. Men några år efter den andra Giovannini-rapporten hade ingenting hänt för att undanröja hindren. Europeiska centralbanken lanserade då idén om att skapa en gemensam plattform för insourcing av värdepappersavveckling, för att tvinga fram en harmonisering mellan länderna i EU. År 2008 startade projektet att bygga T2S och systemet har varit drift sedan juni 2015. Från starten och fram till i dag har 21 värdepapperscentraler i 20 EU-länder anslutit sig till T2S.

Hur fungerar T2S?

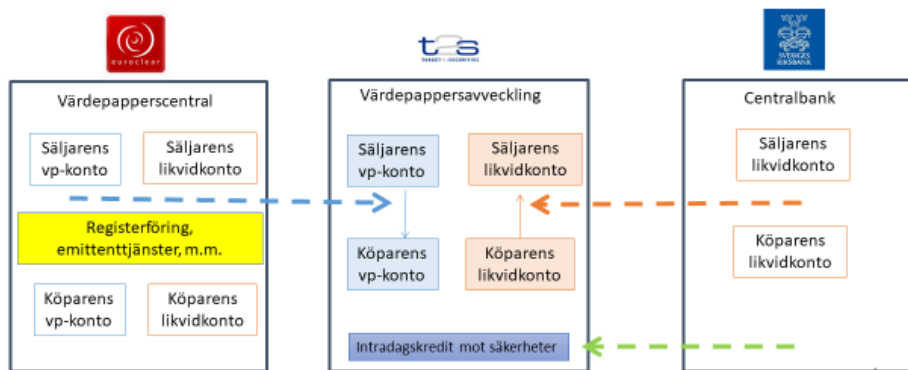
T2S är den europeiska centralbankens plattform för värdepappersavveckling i centralbankspengar och genom delivery-versus-payment.³⁰ Det drivs och utvecklades av centralbankerna i Frankrike, Tyskland, Italien och Spanien – de så kallade 4CB. T2S har funktioner för att avveckla i flera valutor. För närvarande avvecklas transaktioner i euro och danska kronor. T2S avvecklingsdygn, det vill säga den tidsperiod varje dygn då avveckling sker, löper från 18.45 till 18.00 nästföljande vardag. Systemet är alltså öppet

³⁰Simultan avveckling av likvid- och värdepappersledet i en värdepapperstransaktion görs för att eliminera avvecklingsrisken, det vill säga risken att ha levererat antingen likvid eller värdepapper men att motparten går omkull och inte kan fullfölja leveransen av det andra benet i värdepapperstransaktionen.

nästan hela dygnet, med avbrott under två timmar mellan 03.00 och 05.00 för tekniskt underhåll. Avvecklingen görs i realtid under dagen och i schemalagda avvecklingsbatcher under natten. På T2S avvecklas dagligen³¹ ungefär 500 000 värdepapperstransaktioner till ett värde av över 920 miljarder euro.

T2S tillhandahåller en gemensam teknisk plattform där samtliga anslutna värdepapperscentraler utför sin värdepappersavveckling. För att en marknad ska anslutas till T2S måste dess värdepapperscentral kontrahtera ut sin funktion för värdepappersavveckling och viss kontohållning och administration av värdepapperskonton till T2S. Värdepapperscentralen behåller övriga tjänster³² relaterade till värdepapper och har kvar sitt eget regelverk och avtal med sina deltagare i värdepapperscentralen. På T2S utförs alltså en del av det som värdepapperscentraler normalt gör, nämligen själva värdepappersavvecklingen. På samma sätt kontraherar den nationella centralbanken ut centralbankskonton i sin valuta till T2S, för att möjliggöra avveckling av betalningsledet i värdepappersavvecklingen i centralbankspengar.

Figur 2. Översikt av hur T2S skulle fungera för avveckling i svenska kronor.



Bilden visar en förenklad skiss över hur avvecklingen i Sverige skulle gå till om den läggs på T2S. Värdepapperscentralen utkontraherar då värdepapperskonton och funktionen för värdepappersavveckling till T2S och centralbanken gör det samma med centralbankskonton. Avvecklingen sker på T2S plattform. Den gula rutan visar att övriga tjänster relaterade till värdepapper fortsatt hanteras av värdepapperscentralen.

En av målsättningarna med T2S är hög effektivitet för värdepappersavveckling. Hög effektivitet handlar här om att avvecklingen sker snabbt, säkert och med så liten användning av likviditet som möjligt, utan att transaktioner köar upp eller försenas. För att uppnå det används till exempel samtidig avveckling av långa kedjor av värdepapperstransaktioner och behovet av likviditet optimeras genom att en inkommande betalning för en säljtransaktion kan användas som betalning för en köptransaktion. T2S är öppet för avveckling större delen av dygnet, vilket bidrar till hög effektivitet. Men T2S är också utrustat med flera tekniska funktioner för att höja effektiviteten. T2S har, liksom många andra avvecklingsystem, funktioner för att optimera likviditetsbehov genom automatisk pantsättning för intradagskrediter.³³ Det finns också möjlighet att dela upp värdepapperstransaktioner i mindre delar, för att möjliggöra avveckling av åtminstone en del av transaktionen i de fall då det inte finns tillräckligt med värdepapper för att avveckla hela transaktionen på en gång.

Andra effektivitetsaspekter av T2S är av organisatorisk natur. Genom att centralbankerna och värdepapperscentralerna kan använda samma plattform uppnås flera stordriftsfördelar. T2S samlar till exempel de anslutna centralbankernas och värdepapperscentralernas konton på en och samma tekniska plattform, vilket ger två fördelar. För det första möjliggörs avveckling i centralbankspengar inom och mellan

³¹ ECB (2019a), Target2-Securities Annual Report 2018

³²Emissioner som utdelningar, räntor, förfall, kontohållning och registerföring med mera.

³³Det är centralbanken som har outsourcat administrationen av centralbankskonton till T2S som ger intradagskrediten. T2S plattform har teknisk funktionalitet för detta.

värdepapperscentraler på samma villkor. Därigenom blir det enklare för aktörer på värdepappersmarknaden att flytta värdepapper mellan olika värdepapperscentraler, eller att samla dem i en enda värdepapperscentral. För det andra samlas alla värdepapper på ett enda ställe, vilket gör att innehavare av värdepapper kan skapa en enda pool av säkerheter. Detta bidrar till ett effektivare utnyttjande av värdepapper som säkerheter, vilket gör att mindre likviditet behövs. Ytterligare en aspekt av effektivitet är att resurser och kompetens inom drift, utveckling och säkerhet finns samlade hos Eurosystemet och 4CB, som driver T2S.

Vad har T2S inneburit för de marknader som anslutits?

Ett av huvudskälen bakom T2S är harmonisering. Eurosystemet och T2S-deltagarna driver sedan starten en omfattande harmoniseringsagenda för processer och standarder relaterade till värdepapper. Därför finns specifika krav som en marknad måste uppfylla innan den får ansluta sig. Därefter finns övriga krav som kan uppfyllas efter hand även efter att marknaden anslutit sig. Eurosystemet följer löpande upp och publicerar i vilken grad T2S-deltagarna lever upp till kraven på harmonisering. Detta arbete bedrivs främst av ECB:s Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SECO) som består av representanter för deltagare i T2S. Det finns också en särskild grupp, T2S Harmonisation Steering Group, med ansvaret att ha en helhetssyn över arbetet med harmonisering. I en rapport³⁴ från november 2017 som kartlade andelen gränsöverskridande avveckling av total avveckling på T2S kom man fram till att endast cirka en procent av den totala värdepappersavvecklingen på T2S var gränsöverskridande. Man såg dock flera förklaringar till detta och menade att det är för tidigt att förvänta sig effekter på detta område. Dels fångar de statistiska mått som hämtas från T2S inte tillräckligt väl upp vad som är gränsöverskridande värdepappersavveckling. Till exempel finns det ingen data på gränsöverskridande transaktioner för användare som deltar i flera värdepapperscentraler på T2S. Deras transaktioner redovisas istället som inhemska i T2S statistik. Ett annat skäl är enligt ECB³⁵ att de 20 marknader som hittills anslutit sig till T2S sedan starten 2015 framför allt har lagt resurser på att anpassa sina tekniska system och processer, och att genomföra själva anslutningen till T2S. Marknadsaktörerna har också behövt lägga resurser på att anpassa sig till nya krav i CSDR. Eurosystemet har till exempel utvecklat en gemensam funktion på T2S för att hantera förseningsavgifter, som är en del av de nya CSDR-kraven från hösten 2020. Därför har man ännu inte sett större förändringar av den gränsöverskridande avvecklingen och av affärsmodeller till de nya möjligheter som T2S medför. Men ECB menar att det finns tydliga möjligheter med T2S som ännu inte har realiserats och att man kan förvänta sig större förändringar av marknadsaktörernas affärsmodeller framöver.

Ett potentiellt sätt att öka effektiviteten ytterligare är att skapa länkar mellan flera olika värdepapperscentraler som är anslutna till T2S. Då skulle aktörer kunna välja att förvara sina värdepapper antingen i den värdepapperscentral där de först emitterades eller i en annan värdepapperscentral, en så kallade investerar-värdepapperscentral. Än så länge kan man dock inte se att antalet länkar mellan värdepapperscentraler har ökat. Det beror troligen på att det är kostsamt att etablera länkar eftersom en värdepapperscentral måste kunna hantera bolagshändelser i värdepapper även i värdepapperscentraler som den är länkad till, som kan ha andra regler för bolagshändelser. Än så länge är just hanteringen av bolagshändelser ett kvarstående hinder mot gränsöverskridande avveckling, i och med att det inte ännu är harmoniserat

³⁴ECB (2017), Cross-border market practice sub-group (XMAP) – report on cross-CSD activity.

³⁵ ECB (2019a), Target2-Securities Annual Report 2018.

mellan EU:s länder.³⁶ Vi återkommer till hur man på sikt kan lösa detta kvarvarande hinder senare.

Det finns dock positiva effekter som redan har realiserats. Deltagare som anslutit sig till T2S har till exempel noterat kostnadsbesparingar genom att deras behov av säkerheter har minskat genom möjligheten att skapa en pool av säkerheter. Till exempel kan banker som är aktiva på flera europeiska marknader som är anslutna till T2S ha ett gemensamt likviditetskonto för alla marknaderna och därför behöver mindre total likviditet låsas upp. Andra exempel är likviditetsbesparingar i värdepappersavvecklingen på grund av de effektivare processerna och mekanismerna för likviditetsbesparing.³⁷ Att ha en pool av värdepapper som kan användas som säkerheter ger ökad effektivitet i användningen av säkerheter och även lägre kostnader, eftersom marknadsaktörerna inte längre behöver förvara värdepapper på flera olika ställen. Tidigare krävdes ofta det för att få tillgång till tjänster hos olika aktörer som inte var sammankopplade. Man fick alltså betala för flera depå- och avvecklingstjänster och hade dessutom värdepapper förvarade på olika ställen, vilka därmed inte kunde användas som säkerhet hos andra än aktörerna där de förvarades. T2S funktion för automatisk pantsättning för avveckling, både av värdepapper på konto och av inkommande värdepapper i köptransaktioner, och de många avvecklingsomgångarna har lett till ett lägre behov av likviditet för avveckling. Båda dessa effekter bidrar till kostnadsbesparingar. Än så länge uppstår besparingarna som följer av en pool av säkerheter främst på de marknader som har euro som valuta. Däremot skulle svenska aktörer på T2S kunna uppnå samma fördelar och kostnadsbesparingar som aktörer i euroländerna om svenska affärsmodeller harmoniserades med de europeiska.

ECB noterar även förändringar i hur post-trade-tjänster erbjuds efter introduktionen av T2S. Intermediärer som erbjuder depåbankstjänster kan välja att bli direktdeltagare på T2S och erbjuda sina kunder tillgång till flera T2S-anslutna marknader genom en enda ingång. Det är ett exempel på effektivisering och omstrukturering av marknaden som kan bidra till kostnadsbesparingar eftersom ett led av intermediärer försvinner.

ECB pekar också på kostnadsbesparingar för de anslutna länderna eftersom de inte själva behöver utveckla nya funktioner i takt med nya krav. Ett exempel är funktionen för att hantera CSDR-kravet på förseningsavgifter, som vi nämnt ovan. Denna lösning införs på T2S och innebär därför en kostnadsbesparing för marknaden totalt, eftersom det blir en enda harmoniserad lösning för tjugo marknader istället för tjugo separata lösningar.

Anslutningarna till T2S har generellt skett utan större driftsstörningar. Anslutningen av den danska kronan i oktober 2018 visade dock att det kan uppstå problem. Ett drivande skäl bakom den danska anslutningen var att säkerställa en fortsatt god marknad och distributionskanal för danska bostadsobligationer till utländska investerare. Denna marknad är mycket viktig för dansk kapitalmarknad och uppgår till över 3 500³⁸ miljarder danska kronor. Men många investerare i danska bostadsobligationer finns utanför Danmark och obligationerna distribueras via den internationella värdepapperscentralen (International Central Securities Depository, ICSD³⁹) Euroclear Bank. T2S erbjuder ett standardiserat sätt för emittenter av danska bostadsobligationer att nå investerare i samtliga marknader som är anslutna till T2S. Enligt uppgift har en stor dansk emittent av bostadsobligationer redan sett att de har fått nya investerare efter anslutningen, då innehaven i deras värdepapper ökar på T2S samtidigt som befintliga innehav i ICSD:erna inte har minskat.

³⁶Se mer om agendan för att undanröja hinder mot gränsöverskridande värdepappersavveckling på sidan 28-29 i stycket Kvarvarande hinder.

³⁷ECB (2018), Ninth T2S Harmonisation progress report.

³⁸Källa: Danmarks Nationalbank.

³⁹Det finns två internationella värdepapperscentraler i Europa: Euroclear Bank i Belgien och Clearstream Bank i Luxemburg. Båda dessa aktörer erbjuder avveckling av värdepapper i flera valutor. Avvecklingen sker dock i kommersiella pengar, till skillnad från avvecklingen i vanliga värdepapperscentraler.

Vid den danska marknadens anslutning till T2S uppstod dock flera operationella problem, vilket ledde till en stor mängd omatchade transaktioner som det tog flera månader att reda ut. Det rörde sig bland annat om tekniska problem hos den danska värdepapperscentralen med utskick av bekräftelser på avvecklade transaktioner till deltagarna. Man introducerade också en ny meddelandestandard enligt kraven i T2S samtidigt som man behöll en äldre icke-standardiserad meddelandestandard, varpå det uppstod problem i översättningen mellan deltagare som använde olika standarder. Andra problem uppstod av att man införde ny marknadspraxis vilken tolkades olika av olika parter på marknaden.

Problemen som uppstod visar att det finns avsevärda operationella risker med stora marknadsförändringar. Det är därför mycket viktigt att dra lärdom av händelserna inför en eventuell svensk anslutning. Företrädare för den danska marknaden publicerade i slutet av maj 2019 en rapport som beskriver problemen som uppstod och vad man gjort för att lösa dem.⁴⁰

Vad kan T2S innebära för svenska emittenter och investerare?

Som vi nämnt tidigare finansierar sig banker och i ökad utsträckning även icke-finansiella företag i Sverige genom värdepappersupplåning, både i svenska kronor och i utländsk valuta. En integrerad värdepappersmarknad i EU, inklusive en harmoniserad finansiell infrastruktur som T2S, skulle potentiellt kunna leda till att det blir enklare för emittenter och investerare att finna varandra. Möjligheter skulle med andra ord öppnas för svenska emittenter att nå fler och nya investerare, även utanför Sveriges gränser. I och med att upplåningen i utländsk valuta ökar skulle det kunna bli alltmer relevant för emittenter, ju mer integrationen och harmoniseringen fortskrider, att emittera värdepapper i en värdepapperscentral som är ansluten till T2S. Vilken värdepapperscentral som används för att emittera är dock inte den enda faktorn som påverkar var man väljer att emittera. Det finns fortfarande flera särdrag i nationell lagstiftning inom EU vilka utgör hinder för utländska aktörer att emittera svenska värdepapper, särskilt när det gäller aktier. Några exempel på detta är olika länders hantering av bolagshändelser, olika krav på registerföring och olika lagar för hantering av skatt på utdelningar. Det pågår dock arbete för att undanröja dessa kvarvarande hinder för en gemensam kapitalmarknad. Bland annat ingår hindren i EU-kommissionens handlingsplan för kapitalmarknadsunionen. När svenska emittenter funderar över vad T2S kan innebära för dem bör de blicka minst fem år framåt i tiden. Hur marknaden ser ut då och hur långt harmoniseringen har kommit går givetvis inte att veta i dag men om hindren för gränsöverskridande värdepappershandel har undanröjts så bör det vara relevant att kunna avveckla värdepapper på ett harmoniserat och standardiserat sätt på en central plattform som T2S. Det kan också antas att investerare kommer att börja efterfråga att de värdepapper de köper har en koppling till T2S, för att de ska kunna samla alla sina värdepapper där och optimera sin användning av dem, till exempel som pant.

Vid upplåning i svenska kronor ger emittenterna ut värdepapper i den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden⁴¹, men svenska emittenter av räntebärande värdepapper har redan i dag möjlighet att emittera värdepapper i utländsk valuta utanför den svenska värdepapperscentralen. De emitterar då vanligen värdepapper i euro, amerikanska dollar eller brittiska pund i någon av ICSD:erna Euroclear Bank⁴² eller Clearstream Bank. Avvecklingen i dessa ICSD:er görs i kommersiella pengar, och inte i centralbankspengar som i Euroclear Sweden och på T2S. Sedan introduktionen av T2S

⁴⁰The Danish National Stakeholder Group (2019), The Danish National Stakeholder Group Evaluation of the Danish market migration to T2S.

⁴¹En viss andel av värdepapper i svenska kronor ges också ut i den internationella värdepapperscentralen Euroclear Bank i Belgien.

⁴²Euroclear Bank ingår i samma grupp som den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden.

har dock de två ICSD:erna lanserat ett projekt för att anpassa sina affärsmodeller till T2S och möjliggöra avveckling av räntebärande värdepapper som emitteras i en annan valuta än valutan i det land där de emitteras, så kallade Eurobonds, i centralbankspengar på T2S. Detta kan på sikt leda till att hela marknaden för Eurobonds i valutor anslutna till T2S som i dag emitteras och avvecklas i kommersiella pengar i ICSD:erna i framtiden kommer att avvecklas i centralbankspengar på T2S. Detta skulle innebära en stor förändring på marknaden och är ett intressant exempel på marknadsanpassningar och förbättringar som kan följa av harmoniseringen och T2S.

För svenska investerare skulle därför en svensk anslutning till T2S och en mer harmoniserad marknad kunna innebära att tillgången till olika former av värdepapper för sparande skulle bli både större och billigare. Harmoniseringen och den ökande konkurrensen skulle också kunna bidra till att nya sparprodukter blir tillgängliga för svenska investerare.

Vilka möjligheter finns att realisera T2S potential?

Som vi nämnt ovan kan T2S potentiellt effektivisera användningen av värdepapper för pantsättning och processer för värdepappershantering med mera. T2S är dock en teknisk plattform med harmoniserade krav och som sådan löser den flera av de problem som identifierades i den första Giovannini-rapporten. Däremot kvarstår flera hinder för att de positiva effekterna av både kapitalmarknadsunionen och T2S ska kunna realiseras. Framför allt har den önskade ökningen i gränsöverskridande investeringar uteblivit och än så länge sker endast en procent av avvecklingen på T2S mellan deltagare hos olika värdepapperscentraler. Den största delen av avvecklingen utförs alltså som tidigare i den värdepapperscentral där värdepapperet har emitterats. Flera av de svenska marknadsaktörerna har också framhållit att de inte tycker att T2S fördelar har realiserats än och att det därför i nuläget inte finns några vinster för Sverige att ansluta sig. Det är dock viktigt att lyfta fram att T2S är en del i en större process för att undanröja de hinder som den första Giovannini-rapporten identifierade. Processen att skapa en gemensam europeisk kapitalmarknad är därför inte avslutad i och med T2S, utan T2S är en del i ett pågående projekt.

Kvarvarande hinder

Inom EU fortsätter alltså arbetet med att undanröja kvarstående hinder till gränsöverskridande avveckling mellan olika marknader och värdepapperscentraler. 2016 tillsatte EU-kommissionen en ny utredning för att kartlägga hur långt det arbetet kommit med en ny expertgrupp kallad European Post Trade Forum (EPTF). Gruppens rapport⁴³ publicerades i maj 2017. De kom fram till att flera hinder hade lösts, bland annat de som handlar om tillgång till värdepapperscentraler, finalitet och olika långa avvecklingsperioder. Å andra sidan visade det sig både att flera hinder kvarstod och att flera nya tillkommit, som beror på utvecklingen av marknaderna sedan början av 2000-talet. EPTF-rapporten innehöll därför också en lista på de stora kvarvarande hindren samt en plan över planerade åtgärder för att undanröja dem. EPTF har flaggat några av dessa som särskilt viktiga att undanröja och vi beskriver nedan de tre som satts högst på deras prioriteringslista. Samtliga har gemensamt att de fortfarande har att göra med bristen på harmonisering mellan medlemsländerna.

För det första finns det hinder när det gäller skattelagstiftningen, som ser olika ut i olika länder, och att det är mycket komplicerat att sköta den skattemässiga administrationen efter gränsöverskridande investeringar.⁴⁴ De exakta processerna skiljer sig dessutom från land till land vilket ytterligare ökar den administrativa bördan. Det största hindret gäller frågan om källskatt, där det kan vara mycket svårt för investerare

⁴³EPTF (2017), "EPTF Report".

⁴⁴EPTF (2017), s 102–109.

att få tillbaka pengar som dragits i ett annat land. För det andra finns ett stort hinder i och med juridiska oklarheter och fragmentiserade ramverk mellan olika medlemsländer när det gäller en rad olika aspekter av värdepappershanteringen. Det finns exempelvis oklarheter vad gäller en utländsk investerares äganderätt om värdepappret hålls av en mellanhand i ett annat land och mellanhanden går i konkurs.⁴⁵ Denna risk gör det mindre attraktivt med värdepappershandel över gränserna. För det tredje finns det, som vi nämnt tidigare, olikheter och oklarheter när det gäller bestämmelser och hantering av bolagshändelser. Det gör att det exempelvis finns problem för en utländsk aktieägare att utöva sina rättigheter i samband med bolagsstämmor och aktieutdelningar. Dessa olikheter och oklarheter gör att det blir mer riskfyllt och mer kostsamt att investera i andra länders värdepappersmarknader.

Det pågår dock arbete för att öka harmoniseringen på dessa områden genom en rad olika initiativ.⁴⁶ Problemet med skatteregler lyftes fram redan 2015 av EU-medlemsländernas råd för finansministrar (ECOFIN) och därefter i EU-kommissionens expertrapport om hur realiserandet av kapitalmarknadsunionen kan snabbas upp.⁴⁷ EU:s medlemsländer har själva rätt att bestämma utformningen av sina skattesystem och en harmonisering kräver därför stor enighet mellan länderna. EU-kommissionen har därför sammanställt en frivillig uppförandekod för harmonisering av bestämmelser kring källskatt⁴⁸ och uppmantrar medlemsländerna att ansluta sig till den. Ett annat exempel är arbetet med att säkra investerares rättigheter i samband med bolagshändelser. Det finns redan framarbetade marknadsstandarder för bolagshändelser, och uppgiften nu är att se till att de implementeras. T2S AMI-SeCo och T2S Harmonisation Steering Group arbetar för att främja och övervaka implementeringen av dem. Under 2019 kommer en ny utvärdering av framsteg som gjorts och vilka hinder som noterats.

Sammanfattningsvis har de faktorer som hindrat T2S från att realisera sin fulla potential varit kända länge och det finns flera initiativ för att avlägsna dem. På fem till tio års sikt är det därför fullt möjligt att det finns fördelar för Sverige att ansluta sig till T2S som inte finns i dag. Om de kvarvarande hindren undanröjs öppnar sig nya möjligheter för en gemensam marknad. Det skulle därför kunna ligga i svenska marknadsaktörers intresse att vara delaktiga i arbetet mot harmonisering, för att kunna påverka utformningen av gemensamma standarder och anpassa svensk marknad till nya förutsättningar.

⁴⁵EPTF (2017), s.84 ff.

⁴⁶För en översikt se EPTF (2017).

⁴⁷Europeiska Kommissionen (2017), European Commission, Report from the Commission to the Council and the European Parliament: Accelerating the Capital Markets Union: Addressing national barriers to capital flows.

⁴⁸Europeiska Kommissionen (2017), Code of Conduct on Withholding Tax.

5. Frågeställningar för framtida dialog

Valet om Sveriges inställning till T2S är ett stort och viktigt beslut som måste föregås av noggrann analys. I det här avsnittet presenterar vi därför några frågeställningar som den svenska marknaden behöver behandla för att kunna ta ett sådant beslut.

Hur kan modellen för svensk värdepappersavveckling se ut om fem till tio år?

Vi ser en utveckling där euroländerna och Danmark har valt att gå mot en mer gränsöverskridande modell för värdepappersavveckling. Den svenska marknaden står här inför alternativet att antingen fortsätta som nu, med en nationell modell alternativt gå mot en mer regional lösning, eller att ansluta sig till den europeiska lösningen. Frågan behöver diskuteras för att identifiera vilka alternativ som finns och som skulle ge störst långsiktiga fördelar för svensk ekonomi och det finansiella systemet.

När de svenska aktörerna på värdepappersmarknaden, inklusive Riksbanken, analyserar frågan om T2S behöver de ta med i beräkningen vilka effekter en svensk anslutning till T2S kan förväntas få i ett längre perspektiv, på minst fem års sikt. På vilket sätt kan en ökad harmonisering med övriga Europa påverka den svenska marknaden? Finns det utökade eller nya affärsmöjligheter när de har möjlighet att nå fler kunder i hela Europa? Detta behöver analyseras och ställas i relation till kostnaden för att ansluta sig till och avveckla på T2S.

På samma sätt behöver den svenska marknaden analysera vad det skulle innebära att stå utanför en integrerad europeisk infrastruktur för värdepappersavveckling. Riskerar den svenska marknaden då att bli isolerad och mindre attraktiv för utländska investerare? Finns det risk för minskade intäkter och lägre effektivitet? Finns det risk för att svenska emittenter och investerare inte får möjlighet att ta del av en större gemensam europeisk kapitalmarknad? Och om svensk värdepappersmarknad varken ansluts till T2S eller utvecklas och harmoniseras i takt med övriga Europa, finns det då en risk att investerare och emittenter väljer andra marknader som är mer standardiserade, med negativa konsekvenser för svensk ekonomi som följd? Vad är alternativet till en svensk anslutning till T2S?

Vad blir kostnaderna och vilken modell för anslutning passar bäst?

För deltagarna i den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden, och därmed för deras kunder, skulle det ytterligare lager i avvecklingskedjan som T2S medför initialt medföra en kostnadshöjning. Det skulle dels kosta att anpassa sina system och processer till T2S, dels tillkommer transaktionsavgifter till T2S. Det är kostnadskrävande både i tid och finansiella och personella resurser att anpassa sina tekniska system till T2S, men det kräver även en anpassning av marknadsstandarder för till exempel kommunikation (till ISO 20022-standard), processer för hantering av bolagshändelser och T2S avvecklingsdag till T2S-standarder inför en anslutning.

Hur stor kostnaden blir beror bland annat på hur den svenska marknaden väljer att ansluta till T2S. Det går att välja antingen förvaltarkonton (även kallade omnibuskonton) eller individuellt segregerade konton. Den nordiska kontomodellen skiljer sig från den europeiska. I Norden är det nämligen betydligt vanligare med individuellt segregerade konton jämfört med Europa där det är vanligare med förvaltarkonton. Därför finns det betydligt fler värdepapperskonton i den svenska värdepapperscentralen än hos många av de värdepapperscentraler som anslutits till T2S. Den svenska marknaden behöver vid

en eventuell svensk anslutning fundera över hur processen kan utföras med så hög effektivitet som möjligt men samtidigt utan för hög kostnad, givet kontostrukturen på den svenska värdepappersmarknaden. Den svenska marknaden har tagit fram flera rapporter⁴⁹ mellan åren 2011 och 2015 då man tittade på kontomodellen på T2S och vilka frågor som man då bedömde var relevanta för den svenska marknaden. Berörda aktörer behöver gå igenom dessa rapporter och göra en ny bedömning av slutsatserna. Den danska marknaden liknar den svenska när det gäller mängden värdepapperskonton i värdepapperscentralen. Därför kan den svenska marknaden dra lärdomar av den lösning som den danska marknaden valt. För att en anslutning till T2S ska vara kostnadseffektiv för en marknad krävs att aktörerna på marknaden utvecklar och anpassar sina tjänster utifrån de nya förutsättningarna och möjligheterna som T2S medför. Det är dock en process som tar tid, och därför innebär en anslutning till T2S initialt en kostnadsökning. För att det ska vara ekonomiskt försvarbart är det därför viktigt att tjänster och modell för anslutningen anpassas för att minimera kostnaderna för aktörerna och samtidigt möjliggöra nya affärsmöjligheter. Här handlar det om att se över vilka tjänster som inte längre behöver utföras av värdepapperscentralen när den har lagt ut avvecklingen till T2S. Men det handlar också om att samtliga aktörer ser över de sätt som man gör saker på i dag och utvecklar tjänster som inte längre är motiverade för att istället utveckla nya tjänster som förbättrar och effektiviserar marknaden. T2S förväntas bidra till att skapa förutsättningar för ökad konkurrens mellan aktörer som erbjuder tjänster i anslutning till värdepappersavvecklingen. Det öppnar upp för en omstrukturering och utveckling av både tjänsteutbud och av sättet på vilket tjänster utförs, och härigenom öppnas även möjlighet till ökade intäkter.

T2S förväntas bidra till kostnadsbesparingar för de anslutna marknaderna eftersom man utvecklar en enda lösning, istället för en lösning per marknad. Ett exempel på detta är den nya lösningen för att hantera förseningsavgifter som tagits fram av T2S. Alla T2S-deltagare drar då nytta av samma lösning, vilket bör innebära kostnadsbesparingar för samtliga.

ECB:s prissättning⁵⁰ för T2S bygger på full kostnadstäckning men utan vinstmarginal. Prissättningen är samma för alla värdepapperscentraler, oavsett volymer. Det ska också vara enkelt att förstå vilka tjänster som kostar vad och priserna ska vara förutsägbara och stabila. Prismodellen som togs fram innan T2S gick i produktion byggde på prognoser om transaktionsvolymer och en period på ett antal år för att täcka projektets kostnader. Sedan starten i juni 2015 har transaktionsvolymerna dock inte varit så stora som ECB antog. Därför höjdes priserna i januari 2019 för att justera för de lägre volymerna. Samtidigt förlängdes också tiden för avbetalning av projektet med ett antal år. När projektkostnaden är avbetald kan man dock förvänta sig att kostnaderna går ner. De kostnader som då återstår är de för nyutveckling och för drift. Det finns totalt femton olika tjänster som debiteras på T2S, relaterade till avveckling, informationshämtning och kontotjänster.

Harmonisering – hur viktigt är det att kunna påverka internationella standarder?

T2S-deltagarna bedriver ett omfattande arbete för att harmonisera marknadsstandarder inom värdepappersområdet. Arbetet leds av T2S AMI-SECO. Varje år publicerar de en rapport över hur arbetet fortlöper. Svenska aktörer har i dag små möjligheter att påverka det standardiseringsarbete som bedrivs av T2S-deltagarna och har därmed mindre

⁴⁹Svenska Fondhandlareföreningen och SWENUG (Swedish national user group for Target2-Securities) (2011), Report to the T2S Swedish National User Group from its sub-group on account structure. (2013), Report to SWENUG from the WG on CSD accounts and T2S accounts. Svenska Fondhandlareföreningen (2015), High-level requirements on a CSD platform in Sweden.

⁵⁰ECB (2019b), What does it cost to use T2S?

inflytande över utformningen av framtida standarder i Europa. Svenska aktörer deltar däremot indirekt i dessa grupper, genom att delta i europeiska intresseorganisationer som till exempel ECSDA⁵¹ och AFME⁵². Vissa svenska aktörer deltar också direkt i dessa grupper. Frågan för svenska aktörer är därför om det inför framtiden är viktigt att så tidigt som möjligt kunna påverka den europeiska standarden i en önskvärd riktning.

Vilka risker behöver utredas?

Vid alla systembyten och marknadsförändringar finns det risk att oönskade effekter uppstår och att förändringen innebär en kortare eller längre tid av driftstörningar. Det är därför viktigt att den svenska marknaden noga utreder och förbereder de risker som kan uppstå. Om man skulle besluta om en eventuell anslutning till T2S är det viktigt att den blir så renodlad och enkel som möjligt för att säkerställa maximal effektivitet och att alla berörda parter är med och hinner utveckla och testa lösningen i god tid. Detta för att hantera både själva projektrisken men också omställningsrisken.

Det bör också analyseras vilka nackdelar som finns med att kontraktera ut delar av värdepappersavvecklingen till en utländsk infrastrukturleverantör. Sverige kan till exempel få mindre inflytande över utvecklingen av plattformen, eftersom den svenska marknaden blir en av många som ska samsas om resurser. Det finns också en viss osäkerhet i kostnaderna, om till exempel volymerna inte utvecklas som förutsett kan de bli större.

Även frågan om säkerhetsskydd och riskerna med att inte ha en kritisk infrastruktur inom Sveriges gränser bör belysas. Det ska dock tilläggas att delar av Sveriges finansiella infrastruktur redan i dagsläget hanteras utomlands.

Ytterligare en risk som behöver tas i beaktande är vad som sker om T2S inte blir eller leder till de effekter som vi trott. I ett sådant fall skulle den svenska marknaden ha fått ta kostnaden för att ansluta sig till T2S utan dess fördelar. Då kan effekten istället bli att avvecklingen sammantaget blivit dyrare, med potentiellt negativa konsekvenser för svensk värdepappersmarknad som helhet.

Hur ska Riksbanken tillhandahålla centralbankskonton till fler värdepapperscentraler i framtiden?

Riksbanken tillhandahåller centralbankspengar för värdepappersavveckling genom att kontraktera ut administrationen av centralbankskonton till den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden. Det har hittills bara funnits en värdepapperscentral i Sverige och Riksbanken har därför tidigare inte behövt ta ställning till hur man skulle tillhandahålla centralbankspengar till flera värdepapperscentraler. Det kan dock förändras, eftersom CSDR förenklar konkurrens på lika villkor mellan värdepapperscentraler i EU. Det gör att värdepapperscentraler i EU nu fritt kan konkurrera med svenska värdepapperscentraler, förutsatt att de har auktorisation under CSDR. Av det skälet är det möjligt att Riksbanken i en nära framtid kommer att få en ansökan från en europeisk värdepapperscentral om att få tillgång till centralbankskonton hos Riksbanken för att kunna etablera sig på den svenska marknaden. När Riksbanken tillhandahåller centralbankstjänster ska den vara konkurrensneutral, det vill säga alla som uppfyller kraven ska erbjudas Riksbankens tjänster. Därför kan Riksbanken inte utan goda skäl neka en aktör det. Detta innebär att Riksbanken kan tvingas att ta ställning till hur detta ska lösas och ifall T2S i så fall skulle kunna vara en möjlig lösning. Vi beskriver det mer ingående i nästa stycke.

⁵¹Den europeiska intresseorganisationen för värdepapperscentraler.

⁵²Association for Financial Markets in Europe är en intresseorganisation som företräder stora europeiska banker och andra aktörer på de europeiska kapitalmarknaderna.

Är Riksbanken beredd att möjliggöra värdepappersavveckling i svenska kronor på T2S?

Som vi nämnde i stycket ovan kan Riksbanken behöva ta ställning till hur man skulle hantera en förfrågan från en europisk värdepapperscentral som vill etablera sig på den svenska marknaden. Det arrangemang som Riksbanken har i dag för att tillhandahålla centralbankskonton för värdepappersavveckling bygger visserligen på att Riksbanken har avtalat med en kommersiell aktör att administrera centralbankskonton, men det gjordes i en tid när det i praktiken rådde monopol för värdepapperscentraler. Det arrangemanget fungerar väl men det är inte önskvärt för Riksbanken att teckna sådana avtal med flera kommersiella aktörer, eftersom det skulle leda till en ökad fragmentisering av var och hur centralbankskonton administreras, och följaktligen var det finns centralbankslikviditet. För Riksbankens del skulle det innebära att centralbankskonton fanns utspridda på flera aktörer. Det skulle innebära större risker och lägre effektivitet både för Riksbanken och för marknaden som helhet. För Riksbanken verkar det bästa alternativet därför vara en standardiserad lösning för centralbankspengar som kan erbjudas samtliga värdepapperscentraler. Att erbjuda centralbankspengar i svenska kronor via T2S erbjuder en sådan lösning. På samma sätt som i dag erbjuder även T2S en "integrerad modell" för centralbankspengar, det vill säga att centralbankskontona är integrerade i det tekniska system där värdepappersavvecklingen sker. Riksbanken behöver dock utreda frågan mer innan det går att ta ställning, till exempel om villkoren i avtalet mellan Riksbanken och Eurosystemet.

6. Avslutande kommentarer

Riksbanken vill med denna studie bjuda in alla intressenter på svensk värdepappersmarknad till en dialog om framtiden. I denna studie har vi diskuterat hur den svenska värdepappersavvecklingen skulle kunna se ut i framtiden. Det återstår dock mycket arbete med att utreda frågan vidare, både för Riksbanken och övriga intressenter. T2S är en tänkbar väg för svensk värdepappersavveckling och därmed central för en sådan diskussion. Det är dock viktigt att alla aspekter fångas upp och att alla parter bidrar med sin egen utredning om vad en T2S-anslutning skulle innebära för dem.

Sverige ska fortsätta att ha en attraktiv, säker och effektiv värdepappersmarknad som bidrar till ekonomisk tillväxt. För det behöver vi utveckla formerna för hur svenska värdepapper avvecklas och säkerställa att det även i framtiden kan ske så effektivt och säkert som möjligt och utan konkurrensskillnader mellan svenska och utländska värdepapper. Det finns en tydlig parallell till marknaden för betalningar där utvecklingen snabbt går mot realtidsbetalningar dygnet runt. Värdepappersavvecklingen behöver gå hand i hand med den utvecklingen, det vill säga mot avvecklingar under en så stor tid av dygnet som möjligt, så nära realtid som möjligt. För att uppnå det är det nödvändigt att den svenska värdepappersmarknaden utvecklas i takt med övriga Europas. Den marknadsomställningen kommer att ta tid. Därför är det dags att redan nu påbörja arbetet för att skapa förutsättningarna för framtidens värdepappersavveckling i Sverige.

Ordlista

Avveckling: genomförande av finansiella förpliktelser av pengar och eller värdepapper mellan två parter. Till exempel avvecklas en värdepapperstransaktion genom att säljaren överför värdepappren till köparen samtidigt som köparen överför pengar till säljaren.

Bolagshändelser: (corporate actions på engelska). Händelser som kan inträffa relaterat till ägande av värdepapper, till exempel utdelningar, uppdelning av aktier genom så kallad aktiesplitt, erbjudanden om att teckna nya aktier i nyemission, ränteutbetalningar och förfall av räntebärande värdepapper.

Centralbankspengar: pengar utgivna av en centralbank.

Clearing: sammanställande av förpliktelser mellan två parter. Ibland inkluderar man i begreppet Clearing när det gäller värdepapper alla de händelser som äger rum efter att en värdepapperstransaktion har ingåtts mellan två parter tills den är avvecklad och klar.

Corporate actions: se bolagshändelser ovan.

CSDR: EU-förordning nr 909/2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler.

Delivery-versus-payment (DvP): Leverans mot betalning. Innebär att ägarbytet av värdepapper och betalningen för desamma genomförs samtidigt, vilket medför att varken säljaren eller köparen i värdepapperstransaktionen riskerar att ha genomfört sin del av transaktionen utan att motparten utfört sin del.

Dematerialiserad: elektroniskt registrerad istället för fysisk form, som till exempel aktiebrev.

Depåbank: en bank som förvarar och administrerar värdepapper för sina kunder. Kan även erbjuda relaterade tjänster som till exempel clearing och settlement och värdepapperslån.

Emittent: utgivare av värdepapper. Kan vara både stater, kommuner, företag.

Finalitet: Innebär att en transaktion är oåterkallelig och ovillkorlig.

ICSD: International Central Securities Depository

Intermediär: en aktör, till exempel en depåbank, som tillhandahåller tjänster som till exempel tillgång till en central plattform. Intermediären är direktdeltagare och hanterar sina kunders transaktioner på plattformen i deras ställe.

Meddelandestandard: standard för kommunikation mellan aktörer i det finansiella systemet. Till exempel ISO 20022 är en meddelandestandard som deltagarna på T2S använder för att kommunicera med T2S.

Referenser

ASX (2019), CHESS Replacement, tillgänglig online [2019-06-11]:

<https://www.asx.com.au/services/chess-replacement.htm>.

CPMI (2003), The role of central bank money in payment systems, augusti 2003. Committee on Payment and Settlement Systems.

CPMI/IOSCO (2012), Principles for Financial Market Infrastructures, april 2012. Bank for International Settlements och International Organization of Securities Commissions.

CSDR, Europaparlamentets och Rådets Förordning (EU) nr 909/2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler.

The Danish National Stakeholder Group (2019), The Danish market joining Target2-Securities with DKK, maj 2019.

ECB (2017), Cross-border market practice sub-group (XMAP), Report on cross-CSD activity, 17 november. European Central Bank.

ECB (2018), Ninth Harmonisation Progress Report, 17 oktober. European Central Bank.

ECB (2019a), Target2-Securities Annual Report 2018, maj 2019.

ECB (2019b), What does it cost to use T2S?, tillgänglig online [2019-06-11]:

<https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/pricing/html/index.en.html>

EMIR, Europaparlamentets och Rådets Förordning (EU) nr 648/2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

EPTF (2017), EPTF Report, 15 maj. European Post Trade Forum.

Europeiska Kommissionen (2015), Action plan on building a capital markets union, 30 september. European Commission.

Europeiska Kommissionen (2017), Mid Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, 8 juni. European Commission.

Europeiska Kommissionen (2017), Report of the European Post Trade Forum, 15 maj 2017. European Commission.

Europeiska Kommissionen (2017), Code of conduct on Withholding Tax. European Commission.

Europeiska Kommissionen (2019), Capital Markets Union: progress on building a single market for capital for a strong Economic and Monetary Union, 15 mars. European Commission.

Leaprate (2019), Deutsche Börse and Commerzbank complete first securities settlement on blockchain", tillgänglig online [2019-06-11]:

<https://www.leaprate.com/cryptocurrency/tokens/deutsche-borse-and-commerzbank-complete-first-securities-settlement-on-blockchain/>

Sveriges Riksbank (2016), *Den svenska finansmarknaden*, Sveriges Riksbank.

Sveriges Riksbank (2019), Finansiell infrastruktur i teknisk förändring. Fördjupning i *Finansiell stabilitetsrapport 2019:1*, Sveriges Riksbank.

Svenska Fondhandlareföreningen och SWENUG (Swedish national user group for Target2-Securities) (2011), Report to the T2S Swedish National User Group from its sub-group on account structure.

Svenska Fondhandlareföreningen och SWENUG (Swedish national user group for Target2-Securities) (2013), Report to SWENUG from the WG on CSD accounts and T2S accounts.

Svenska Fondhandlareföreningen (2015), High-level requirements on a CSD platform in Sweden



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)
Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se