

Värdepappersmarknad i förändring

- konsekvenser för Stockholm som finansplats

1. Finansmarknadsrådets uppdrag

1.1 Bakgrund och syfte

Den 25 maj 2007 offentliggjorde OMX och den amerikanska teknikbörsen Nasdaq ett samgående. Samgåendet var rekommenderat av både OMX och Nasdaqs styrelser. Den 17 augusti offentliggjorde Borse Dubai i sin tur ett kontanterbjudande för aktierna i OMX. Den 20 september presenterade Nasdaq och Borse Dubai ett kombinerat erbjudande, varefter ytterligare en aktör har visat intresse och Nasdaq-Borse Dubai har gått vidare och presenterat ett nytt bud.

OMX driver börser i Norden och Baltikum, samt utvecklar teknik till börser som säljs över hela världen. Staten äger 6,6 procent av aktierna i OMX och utvärderar därmed buden ur ett aktieägareperspektiv. Vad som är bäst för staten som aktieägare behöver dock inte vara bäst för den svenska finansiella sektorn eller för aktörerna på finansplatsen. Staten har även ett vidare intresse av att finansmarknaderna fyller sina funktioner i samhället och att Stockholm kan fortsätta att utvecklas som finansiellt centrum. Finansmarknadsrådet har därför fått i uppdrag av regeringen (se tilläggsdirektiv bilaga 1) att bidra med beslutsunderlag. Specifikt ska Finansmarknadsrådet:

- Bedöma de förväntade konsekvenserna av ett samgående mellan OMX och Nasdaq (direktivet skrevs innan Borse Dubais bud) för handeln med finansiella instrument i

Stockholm och Norden för emittenter, investerare och övriga marknadsaktörer.

- Belysa konsekvenserna av en utebliven affär och andra tänkbara samgåenden och/eller samarbeten. I detta tolkar rådet in senare tillkomna ägaralternativ.

En avgränsning i rådets uppdrag är att bedömningen ska utgå ifrån att handeln med finansiella instrument i Sverige och Norden även i fortsättningen omfattas av nationell reglering och tillsyn. Eventuella konsekvenser avseende reglering och övervakning av handeln med finansiella instrument prövas i särskild ordning.

Rådet bedömer att en konsekvensanalys måste ta sin utgångspunkt från ett grundscenario som tar hänsyn till att de finansiella marknaderna i Europa, och specifikt då värdepappersmarknaderna, står inför stora förändringar. Även om det är behäftat med viss osäkerhet anser rådet att det är värdefullt att först måla upp ett sannolikt framtida scenario och därefter utifrån det scenariot analysera hur de olika alternativen kan komma att *påverka handeln med finansiella instrument i Stockholm och Stockholm som finansiellt centrum*.

1.2 Uppläggnings av arbetet

Rådet bygger sin bedömning på muntliga och skriftliga källor (se bilaga 4), främst

- en konsultrapport avseende framtida utveckling av börsverksamhet i ett europeiskt perspektiv (se bilaga 3)
- material från och diskussioner med företrädare för OMX och budgivare
- material från och diskussioner med företrädare för marknadsaktörer i Sverige
- egna erfarenheter och löpande diskussioner inom rådet (rådets medlemmar, se bilaga 2).

Rådet har valt att dela upp avrapporteringen i två delar. Finansmarknadsrådets rapport om konsekvenserna för finansplatsen vid olika ägaralternativ i OMX, som var avsedd att levereras den 28 september, är uppskjuten p.g.a. händelseutvecklingen och inget nytt slutdatum är ännu beslutat. Däremot finner Finansmarknadsrådet det värdefullt att redan nu klargöra sin syn på utvecklingen av värdepappersmarknaderna i Europa och vad den innebär för handeln med finansiella instrument i Stockholm och för Stockholm som finansplats oavsett ägare av OMX. Rådet anser att denna referensram är en nödvändig grund för att i senare led kunna förstå konsekvenserna vid olika ägaralternativ.

I den första delrapporten analyseras de förväntade förändringarna på värdepappersmarknaderna p.g.a. olika EU-initiativ på värdepappersområdet, hur OMX kan påverkas av utvecklingen, samt vilka konsekvenser detta kan få för handeln med finansiella instrument i Stockholm och för Stockholm som finansiellt centrum.

I delrapport två avser rådet att analysera hur olika aktuella ägaralternativ kan förväntas hantera de hot och möjligheter som ryms i grundscenariot med avseende på vilka konsekvenser deras strategier kan få för handeln med svenska finansiella instrument och Stockholm som finansiellt centrum.

2. Viktiga kriterier för finansplatsen

Det finansiella systemet kan liknas vid ett blodomlopp i det moderna samhället och är en förutsättning för att enskilda och företag effektivt ska kunna ta betalt och betala, låna kapital för att investera och expandera, omfördela risk och försäkra sig. Ett väl fungerande finansiellt system främjar tillväxt och sysselsättning genom att det leder till lägre risker och därigenom sjunker kostnaderna för produktionen av varor och tjänster.

Förutom att tillhandahålla funktioner som är nödvändiga för samhällets utveckling bidrar den finansiella sektorn direkt till Sveriges ekonomi genom att den svarar för ca 4 procent av Sveriges BNP. I Sverige är finanssektorn koncentrerad till Stockholm. Där är den en av de viktigaste branscherna och den står för ca 11 procent av förädlingsvärdet och 5 procent av sysselsättningen. Dessutom tillkommer ett antal statliga myndigheter med finansiell verksamhet som är lokaliserade till Stockholm.

Aktiemarknaden är en väsentlig del av finansmarknaden. Stockholmsbörsen, som ägs av OMX, har en dominerande ställning som börs i hemmamarknaden (se kap 5) och kan därmed få betydelse för finansiella sektorns utveckling, trots att det bara är ett av många företag i denna sektor. Ett bolags ägare kan påverka dess utveckling och detta gör att det finns skäl att utvärdera de ägarbilder för OMX som aktualiserats de senaste månaderna.

Enligt direktivet ska rådet bedöma de förväntade konsekvenserna av ett ändrat ägande i OMX för handeln med finansiella instrument i Stockholm för emittenter, investerare och övriga marknadsaktörer. I uppdraget ingår att belysa hur olika ägaralternativ påverkar förutsättningarna för Stockholm som finansiellt centrum. Rådet tolkar uppdraget som att både möjligheterna att bibehålla samhällsviktiga funktioner (som riskkapitalförsörjning) och möjligheterna att främja produktion av finansiella tjänster i Sverige ska belysas. Rådet anser det rimligt att göra bedömningarna i ett femårsperspektiv.

Det finns många aspekter på begreppet finansplats. Under 2006 gjordes tre intervjuundersökningar i Sverige avseende vilka faktorer som är viktiga för en finansplats. Resultatet presenterade rådet i rapporten ”Samlad satsning på finansiell sektor” maj 2007.

De **kriterier för en finansplats** som utpekades som viktigast var (i fallande ordning):

- Förmåga att attrahera personal
- Konkurrenskraftigt regelverk
- Hög etik och moral
- Hög IT-mognad
- Aktivitet i värdepappershandeln
- Effektiv övervakning
- Brett utbud av tjänster
- God tillgång till specialister
- Bra skattesystem
- Kostnad transaktioner

- Konkurrenskraftig utbildning
- Effektiva kommunikationer
- Inställning politiska beslutsfattare
- Innovationskraft i utvecklingen
- Stort antal kvalificerade placerare

Resultaten från undersökningen överensstämmer väl med resultat från liknande undersökningar i andra länder.

Ett antal av dessa kriterier bedöms inte påverkas av ett ägarbyte i OMX och kan därför bortses ifrån i det här sammanhanget: Till exempel har inte ägarskifte någon påverkan på skattesystem, utbildning, kommunikationer eller inställningen hos politiska beslutsfattare. Rådet har också valt att i den här rapporten sammanföra kriterierna för god likviditet, dvs. hög aktivitet i handeln och kostnad transaktioner. IT-mognad sammanförs med innovationskraft i utvecklingen. I övrigt utgår rådet, i enlighet med direktivet, ifrån att nationell lagstiftning och tillsyn inte påverkas av ett eventuellt ägarbyte. Sammantaget har analysen därför inriktas på en bedömning av om och hur nedanstående kriterier påverkas av de strategier som potentiella ägarskiften kan innebära jämfört med OMX stand alone.

Analyskriterier för de olika ägaralternativen:

- Förmåga att attrahera personal
- Hög etik och moral (förtroende)
- Aktivitet i värdepappershandeln (emittenter, omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)
- Brett utbud av tjänster
- God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster)
- Innovationskraft i utvecklingen
- Stort antal kvalificerade placerare

I undersökningen bland finansiella beslutsfattare våren 2006 angavs inte bara hur viktiga olika faktorer är för att en finansplats ska vara attraktiv, utan även hur väl de olika kriterierna stämmer in med Stockholm som finansplats. De faktorer de ansåg stämde väl på Stockholm var hög etik och moral, aktivitet i värdepappershandeln och brett utbud av tjänster. Medelstarka faktorer (stämmer någorlunda in på Stockholm) var förmåga att attrahera personal, kostnader transaktioner, god tillgång till specialister, innovationskraft i utvecklingen och stort antal kvalificerade investerare.

1. Förmåga att attrahera personal

Tillgång till kvalificerad personal är den absolut viktigaste enskilda faktorn för en finansplats enligt både svenska och internationella undersökningar. Att förbättra tillgången till kvalificerad personal kräver olika typer av åtgärder och det tar tid att skapa en konkurrensfördel på detta område. När ett kluster av humankapital väl är etablerat har det dock god förmåga att av egen kraft utvecklas ytterligare. Innovationer och utveckling sker där kvalificerad personal samlas och duktiga människor tenderar att vilja vara där andra duktiga människor finns, vilket ger en god

cirkel. I det sammanhanget spelar lokaliseringen av centrala funktioner i de finansiella företagen roll. Ju fler huvudkontor som är lokaliserade till en finansplats desto större blir sannolikheten att en god cirkel ska uppstå.

2. Hög etik och moral

Bedömningen att verksamheten har hög etik och moral skapar förtroende, vilket är oerhört viktigt i den finansiella sektorn. Etik och moral är en hygienfaktor i avseendet att den är en nödvändig förutsättning och uppnår den inte en viss grundnivå i internationell jämförelse så flyttar man någon annanstans. Sverige anses stå sig väl, vilket också stöds av flera internationella rankingsystem. Exempelvis rankas Sverige som ett av de minst korrupta och mest transparenta länderna i världen.

3. Aktivitet i värdepappershandeln

Likviditet, tillgänglighet och säkerhet i värdepappershandel är basförutsättningar för en finansplats attraktion.

4. Brett utbud av tjänster

Ett brett utbud av finansiella tjänster ökar emittenters och investerares möjligheter att finna finansieringar och placeringar vilket bidrar till en effektiv marknad.

5. God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster)

Den finansiella sektorn bidrar även med indirekt sysselsättning genom att vara stora köpare av kringliggande tjänster som jurist-, revisions-, konsult- och IT-tjänster. En uppskattning är att finansiell sektor står för mellan 20 och 30 procent av omsättningen i dessa sektorer.¹ I USA visar mätningar att varje finansjobb motsvaras av två ytterligare i andra branscher.² Kvalificerade kringtjänster tenderar att koncentreras där kundernas huvudkontor är lokaliserade.

6. Innovationskraft i utvecklingen

För att själva framgångsrikt kunna hantera och hjälpa sina kunder att hantera den globala, tekniska och demografiska utvecklingen måste finansiella sektorn bidra med ständigt nya eller förbättrade lösningar och produkter. Teknikutvecklingen är av stor vikt då handeln är allt mer teknikberoende och avancerad modern teknik en allt viktigare konkurrensfaktor för handelsplatserna.

7. Stort antal kvalificerade placerare

Ju fler kvalificerade placerare, desto större efterfrågan på finansiella tjänster. Krävande kunder är viktigt för konkurrens och produktutveckling

¹ The Competitive Position of London's Financial Services, Final Report, The City Research Project, London Business School, March 1995.

² McKinsey Report 2007, Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership.

3. Hur fungerar en marknadsplats?

3.1 Värdepapperstransaktioner

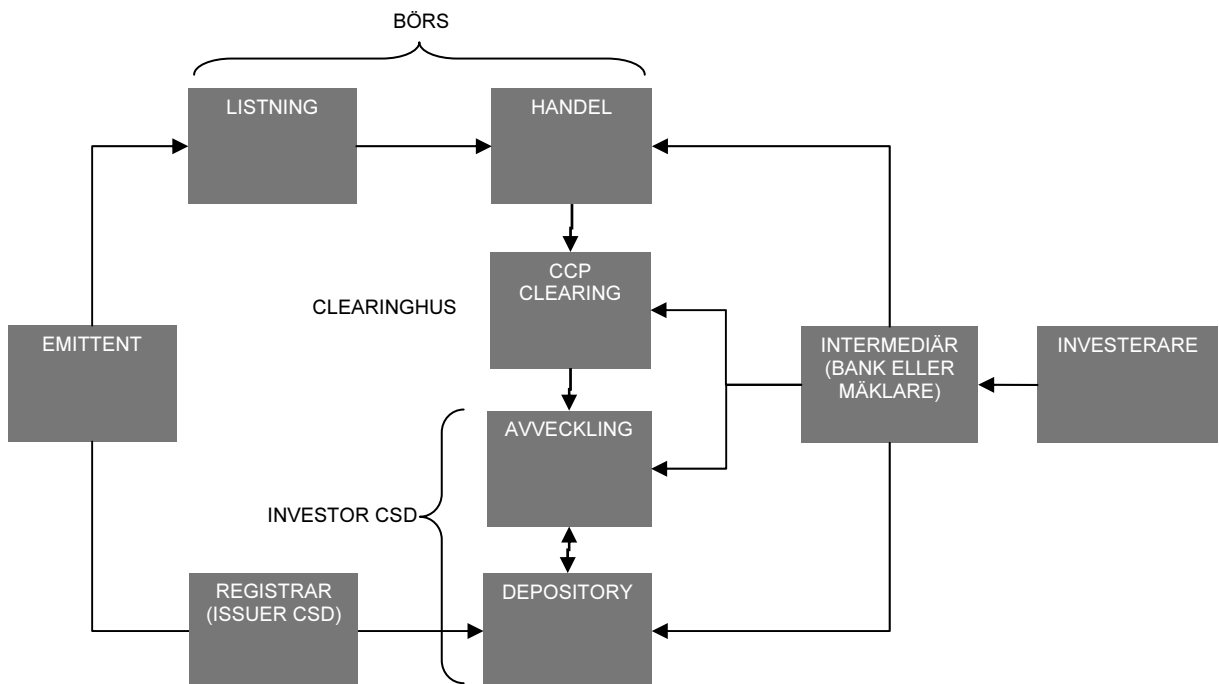
För att analysera förutsättningarna för en verksamhet är det väsentligt att klarlägga vilka funktioner den har och hur den är organiserad. Stegen i en värdepapperstransaktion kan kort beskrivas enligt följande:

En transaktion har ingåtts när investerarna via sina intermediärer (bank eller mäklare) gett sina köp- respektive säljorder till handelsplatsen och dessa har **matchats** mot varandra. Matchningen innebär en kontroll av att säljare och köpare har samma uppfattning av belopp, produkter och tider.

Därefter går transaktionen vidare till **clearinghuset** som kontrollerar parternas identitet och om överföringarna är möjliga, samt sammanställer instruktioner för överföringarna.

Sedan **avvecklas** transaktionen genom att överföringarna genomförs både avseende betalningar och värdepapper.

Verksamheten kring en marknadsplats för så kallad avistahandel kan schematiskt beskrivas på följande sätt:



De olika delarna i infrastrukturen beskrivs närmare i bilaga 3.

3.2 Kunder till börsen

Den traditionella börsen kan sägas bestå av två delar:

- Listningen, dvs. notering av ett bolags aktier eller räntebärande papper och den tillsyn av emittenten som följer av detta.

- Handelsplatsen och övervakningen av handeln.

Emittenterna och investerarna utgör de enda egentliga slutkunderna till börsen.

Ett sätt för företag som expanderar och har behov av att finansiera detta är att emittera aktier som man säljer till riskvilliga investerare. För att få tag på riskkapital till förmånliga villkor är det ofta fördelaktigt att vända sig till en organiserad marknadsplats för aktier, t.ex. en börs. Börsen ger tillgång till ett system för handel (och placerare som litar på detta system) som gör att aktierna kan handlas utan att emittentföretaget är berört. För denna tjänst betalar börsbolagen en listningsavgift till börsen.

Emittenten har främst kontakt med listnings- och tillsynsfunktionen hos börsen respektive med vad som kan kallas registrar-funktionen hos CSDn ("central securities depository", värdepapperscentralen), den institution som för register över noterade värdepapper och vem som äger dem vid var tidpunkt.

Investeraren är den primära slutkunden på sekundärmarknaden och handlar på marknadsplatsen via en eller flera intermediärer (banker eller mäklare). Slutkunderna är angelägna om att veta vilka slags värdepapper de handlar och att alla investerare behandlas lika. De ställer därför krav på ett gott regelverk för listning och handel samt att börsen har god pris- och informationsövervakning

Intermediärerna ansluter sig till börsens handelssystem och är de som börsen fakturerar för handeln. Intermediärerna kan också vara rådgivare (corporate finance) till bolagen som ska listas och har därför också kontakt med börsens listningsfunktion. Emittenter, intermediärer och slutinvesterar är vidare användare av kursinformation och distributörerna av denna information (s.k. vendors som Reuters, Bloomberg etc.) är köpare av börsens prisinformation.

Aktieinvesterar agerar olika i hemmamarknaden och andra marknader. Slutinvesterar har olika preferenser beroende på vilket förvaltningsuppdrag de har. Små investerare, företrädesvis hushåll, sparar direkt i aktier, i fonder eller pensionsstiftelser. Huvudparten av slutinvesterar har "home bias", vilket innebär att de placerar mer av sitt kapital på sin hemmamarknad än vad som skulle rekommenderas utifrån en neutral diversifiering. Det finns flera orsaker till "home bias" där de främsta är trygghet i form av bättre information och kunskap om hemmamarknadens bolag. Inte minst beror detta på den nationella mediebevakningen.

Intresset att investera i sin hemmamarknad är också kopplat till placerarens skuldsida. Om de framtida betalningarna kommer att ske i kronor kan det kännas tryggare att placera i kronor. Svenska aktiefonder ägs t.ex. i huvudsak av svenska investerare. Förenklat skulle man kunna uttrycka det som nationella slutinvesterar oftare är direktinvesterar i sin hemmamarknad och oftare väljer ombud/fonder för investeringar internationellt.

Behov av likviditet och riskspridning har förstås också betydelse för hur olika investerare bygger sina portföljer. Privatpersoner som direktinvesterar eget kapital har ofta mindre riskspridning och ställer lägre krav på likviditet eftersom de bär eget ansvar och ingen annan än de själva beslutar om när investeringen ska omsättas.

Förvaltas andras pengar ställs högre krav på ansvar (accountability) och därmed riskspridning samt likviditet. En institutionell portfölj innehåller därför normalt en större andel stora aktier och har en större global spridning än en privatinvesterares portfölj.

Många professionella investerare, t.ex. pensionsfonder och fondförvaltare, söker exponering i aktiemarknaden i enlighet med ett valt index och hanterar sin aktiva risk samt utvärderar sitt förvaltningsresultat utifrån detta index. De flesta börser producerar, precis som OMX, olika index, vilket utgör en tjänst som investerare kan köpa. Dessutom skapas olika indexprodukter såsom ETFs (exchange traded funds) och derivat på olika index. Dessa produkter utvecklas normalt av intermediärer och det är framför allt institutionella investerare som köper produkterna för att hantera portföljen så effektivt som möjligt.

Bolag som ingår i stora, globala index får därmed en stor spridning till många aktieägare över hela världen. Vanliga kriterier för att ett bolag ska ingå i ett index är omsättning/likviditet och marknadsvärde. Index ska vara så replikerbart som möjligt för att fungera som måttstock och styrmedel. De flesta globala förvaltare har exponering i breda index världen över och placerar därför i första hand i stora bolag. Mindre bolag som inte ingår i dessa index möter därför normalt begränsat intresse från internationella investerare och har följaktligen en större andel lokala investerare.

Därtill kan professionella aktörer segmentera sina investeringar till index i medelstora och små bolag; ju större och likvidare en region/marknad är, desto större är sannolikheten att man segmenterar investeringarna till medelstora och små bolag som kommer därifrån. Sannolikheten att man gör det mot enskilda små länder är däremot liten; den exponering man kan erhålla är försumbar i en större global portfölj.

Med hänsyn till hur olika investerare bygger sina portföljer torde en liten nationell marknadsplats ha störst betydelse för mindre och medelstora företag och för mindre placerare som (direkt eller via nationellt orienterade fonder) väljer att i första hand hålla värdepapper emitterade av företag hemmahörande i hemlandet.

Som illustration kan nämnas att den svenska aktiemarknaden väger 1,23 procent i MSCI World och 3,68 procent i MCSI Europé, de två mest använda internationella indexen. Av detta följer att endast de allra största företagen på Stockholmsbörsen ingår i dessa index.

3.3 Reglering av börshandel

Tilltron till att börshandeln och de noterade företagen följer fastlagda spelregler är en central faktor för att locka till sig investerare, vilket i sin tur påverkar företagets intresse för att notera sig på marknadsplatsen. Reglernas utformning och tillämpning är därför viktiga konkurrensmedel för en handelsplats.

Värdepappershandel påverkas av många regelverk. De lagar som gäller särskilt för värdepappersmarknaden har ofta i syfte att skydda investerare i värdepapper men kan också syfta till att förbättra finansmarknadens funktionssätt. Privata investerare anses generellt som mest skyddsvärda medan professionella investerare i större utsträckning lämnas att tillvarata sina egna intressen. Inom EU finns ett gemensamt regelverk för

värdepappershandel och den svenska lagstiftningen är en anpassning av EU:s regelverk. Den 1 november träder MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) i kraft. Dess syfte är att skapa en inre marknad av finansiella tjänster i Europa, vilket innebär en långtgående harmonisering av regelverken.

Sverige har en lång tradition av en väl fungerande självreglering på värdepappersområdet. En stor del av regleringen avseende de noterade bolagen och börsens medlemmar överlåtes i Sverige till marknaden, representerad av bl.a. Stockholmsbörsen, Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets Börskommitté (NBK), Rådet för finansiell rapportering och Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Ett syfte med självreglering är att regelverket ska bli mer flexibelt och enklare att ändra i takt med att omvärlden förändras. En annan fördel är att reglerna utformas i samförstånd med dem som ska omfattas av regleringen, vilket bidrar till bättre regelefterlevnad. Med anledning av ett flertal EG-direktiv under senare år har vissa områden som tidigare varit föremål för självreglering nu kommit att inarbetas i den offentliga regleringen. På vissa områden har Sverige valt att behålla viss självreglering och även lagt vissa tillsynsuppgifter på börser.

I börsens regelverk finns noteringskrav och regler för emittenter. Noteringsavtal skrivs mellan börserna och det bolag som ska noteras. Där regleras bl.a. företagets skyldigheter att distribuera information till alla samtidigt. Avtal skrivs också mellan börserna och dess medlemmar, dvs. de företag som har rätt att handla på börserna. NOREX-medlemsreglerna innehåller villkoren för medlemskap och regler för handeln och är gemensamma för alla börser i NOREX-alliansen.³ De noterade bolagen och medlemmarna blir bundna av reglerna genom avtal och är underkastade börsernas disciplinnämnd vid eventuella regelbrott.

Enligt den nya lagstiftningen om offentliga uppköpserbjudanden har det delegerats till börserna att även reglera take-over-situationer. Enligt lagen är en budgivare skyldig att göra ett skriftligt åtagande att följa börsernas regler för att få genomföra ett offentligt erbjudande. Dessutom har Näringslivets Börskommitté givit ut regler för flaggning, dvs. offentliggörande av stora förändringar i aktieinnehav i noterade företag, som måste följas av alla investerare.

Enligt lagstiftningen ska en börse också utföra viss tillsyn. Börserna ska bl.a. ha en funktion för marknadsövervakning. Där övervakas medlemmarnas handel och den löpande information som de noterade bolagen lämnar. Vid införandet av det s.k. öppenhetsdirektivet har även primäransvaret för tillsynen över de noterade bolagens årsredovisningar och delårsrapporter formellt lagts på börserna.

Vid sidan av börserna har vissa tillsynsuppgifter även lagts på andra privata organ. I lagstiftningen om offentliga uppköpserbjudanden har Finansinspektionen givits möjlighet att delegera vissa uppgifter till Aktiemarknadsnämnden. Denna delegationsmöjlighet har Finansinspektionen utnyttjat och nämnden prövar därför frågor som rör förhandsbesked om budplikt och dispens från budplikt, men även frågor om försvarsåtgärder. Utöver dessa frågor, där nämnden alltså fattar beslut efter

³ NOREX-alliansen består av Nordiska börserna i Köpenhamn, Helsingfors, Island, Stockholm och Oslo Börs.

delegation från Finansinspektionen, verkar även nämnden genom uttalanden, rådgivning och information för god sed på den svenska aktiemarknaden.

3.4 Konkurrens

Inom ett lands aktiemarknad kan, som i Sverige, finnas flera handelsplatser, men ofta är det en börssom har en dominerande ställning. Så är fallet också i Sverige. Stockholmsbörsen svarar för 95 procent av alla transaktioner i aktier som handlas på börser eller andra marknadsplatser och 99,9 procent av de omsatta volymerna i dessa aktier. First North står för ca 2 procent av antalet transaktioner och NGM likaledes för ca 2 procent. Aktietorget har mindre än en procent av antalet transaktioner.

Även om det finns flera handelsplatser finns normalt inga alternativ i resten av värdekedjan kring börshandel. I Sverige är det således VPC som clearar och avvecklar samtliga transaktioner från aktiemarknaden och räntemarkanden oberoende av handelsplats och handelssätt. Derivataffärer clearas av Stockholmsbörsen som också är den enda marknad i Sverige som tillhandahåller handel i clearade derivat, dvs. där clearinghuset går in som motpart.

En intermediär (börsmedlem) kopplar sig till alla steg i värdekedjan, handeln, centrala motpartsclearingen (en funktion som ej finns i Norden; se vidare bilaga 3), avvecklingen och därvid även till centralbanken via intermediärens likvidbank (om denne inte själv är likvidbank) samt till själva värdepapperscentralen.

För intermediären är börskostnaden vid en genomsnittsaiffär cirka sex gånger högre än kostnaden (för köpare respektive säljare) för att avveckla en affär i VPC. Till detta kommer intermediärens interna kostnader för att vara ansluten till börser respektive till CSDn där förhållandet dock är det omvända. Anslutningen till börser är enklare och det gäller framför allt för intermediärer som agerar i många marknader och önskar ansluta sig till många börser. Det pågår här en snabb standardisering och dessutom finns det möjlighet att köpa dessa anslutningstjänster genom specialiserade leverantörer som Neonet.

Däremot är intermediärernas kostnader för att vara ansluten till en CSD, men framför allt flera CSDer, avsevärt högre och här finns ingen standardisering mellan CSDer. Av de totala post-trade-kostnaderna för investerarna i Europa är mindre än tio procent hänförliga till de centrala delarna av infrastrukturen (CCP eller central motpartsclearing samt CSD eller själva värdepapperscentralerna). Resten är hänförligt till intermediärernas back-office-funktioner och avsaknaden av integration och harmonisering mellan marknader. Detta har hittills hållit nere cross-border-handeln inom Europa medan man i USA sedan drygt 30 år har haft en enda leverantör av post-trade-tjänster, DTCC (clearing och avveckling av affärer).

På grund av de närmast prohibitiva kostnaderna för en intermediär för att vara ansluten till mer fjärran CSD respektive clearinghus, använder sig denne i stället av en så kallad subcustodian (en lokal bank) för denna marknad. Man kan hävda att post-trade-kostnaderna har medfört att varje nationell marknad i praktiken fungerar som en skyddande silo för dem som är hemmahörande på marknaden, samt för den subcustodian (oftast en helt dominerande på varje marknad) som hanterar post-trade åt fjärrmedlemmarna på marknaden.

4. Utvecklingen på värdepappersmarknaderna

Förutsättningarna för börsverksamhet i Europa ändras, vilket kommer att leda till nya strukturer. Det är en medveten strategi inom EU att på olika fronter genomföra åtgärder som stärker Europas effektivitet avseende finansiell handel, med USA som måttstock. Dessa åtgärder kommer att innebära avsevärda förändringar för verksamheten på de traditionella handelsplatserna. Framför allt är det tre initiativ som bedöms få stora effekter:

1. MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)
2. Code of Conduct for Clearing and Settlement (CoC)
3. Target 2 Securities (T2S)

4.1 MiFID

MiFID, som träder i kraft den 1 november 2007, har bl.a. till syfte att öka konkurrensen i handelsledet genom att det tillåter uppkomsten av alternativa handelsplatser, så kallade multilaterala handelsplattformar (Multilateral Trading Facility eller MTF). MiFID innehåller även många andra delar såsom ”best execution”, vilket innebär att en affär ska genomföras på bästa sätt (vilket kan likställas med bästa pris). Den nya svenska lagen om värdepappersmarknaden är en svensk implementering av MiFID.

Möjligheterna till multilateral handel har funnits även tidigare, men blir med nya reglerna enklare i och med att man inte behöver vara börs. MiFID förväntas ge en skjuts till uppkomsten av MTFer genom att det ges en officiell beteckning för verksamheten tillsammans med regeln om best execution; se nedan. I och med MiFID:s regler om best execution ska nu alla mäklare kontrollera även MTFer för bästa pris och kan således inte bara frysa ut en MTF. Alla priser från både börser och MTFer måste rapporteras och blir offentliga. En stark priskonkurrens om de för handelsplatsen mest lönsamma aktierna, dvs. de aktier som är mest likvida/har störst omsättning, förväntas därmed uppstå mellan Europas börser och dessa förväntade nytillkommande MTFer.

Ett flertal MTFer är under uppbyggnad, men mest namnkunnigt har projekt *Turquoise*⁴ blivit därför att det har startats av sju ledande globala banker. Tillsammans har dessa banker ca 50 procent av handeln på t.ex. Londonbörsen. Dessa banker har tidigare delvis internaliserat sin respektive handel, dvs. nettat affärerna internt eller handlat mot eget lager. Skillnaden med *Turquoise* blir att deras nettingsmöjligheter

⁴ **Projekt *Turquoise*** är ett initiativ av sju av världens största investmentbanker (Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley och UBS) att starta en MTF (multilateral trading facility som introduceras i Europa genom MiFID 1 nov) som alternativ till de traditionella börserna. Tanken är en ömsesidig, ej vinstdriven struktur som ger access även till andra intermediärer och investerare, med syftet att sätta press på priserna. De sju bankerna uppskattas idag tillsammans stå för ca 50 procent av handeln i Europa. OMX är utpekad som teknikleverantör, EuroCCP kommer att stå för clearing, settlement och risk management tjänster och Citi's global transaction services kommer att fungera som settlement agent. Ett motsvarande samarbete sker för handels- och marknadsrapportering (projekt Boat) med den svenska teknikleverantören Cinnober.

och internlager blir flera gånger så stort när de samarbetar. Därmed kan en större del av affärerna hanteras internt och färre affärer behöver sändas till avveckling. De inblandade bankerna kan också i större utsträckning täcka även större affärer mot det egna lagret och på så sätt undvika att använda sig av börsens tjänster. Om dessa banker internaliserar merparten av sin handel inom Turquoise innebär det färre transaktioner på de traditionella börserna. Samtidigt kan det leda till lägre transaktionskostnader för kunder, vilket kan bidra till högre omsättning totalt sett i aktierna. Vetskapen att Turquoise ligger i startgroparna har gjort att de europeiska börserna redan nu sänkt transaktionspriserna i förebyggande syfte, så också OMX. Ytterligare priskonkurrens är dock att vänta.

4.2 Code of Conduct

Code of Conduct (CoC) kommer att innebära en ökad konkurrens i det inom Europa så avgörande post-trade-ledet. Del 1 och del 2 av CoC har trätt i kraft under första hälften av 2007. Del 1 innebär att alla post-trade-leverantörer måste ha en offentlig prislista. Även post-trade-kostnaderna kan därigenom för första gången direkt jämföras.

Del 2, kallat Access and Interoperability, ger post-trade-leverantörer möjlighet att konkurrera om flöden när deras kunder så önskar. En CSD i land X kan begära att få en länk mellan land X:s CSD och svenska VPC för att därmed kunna avveckla svenska aktier i sitt eget lands CSD.

Den 1 januari 2008 träder CoC del 3 i kraft, vilket innebär att post-trade-leverantörerna inte bara måste röja sina priser för olika tjänster utan även de underliggande kostnaderna (t.ex. personal- och systemkostnader) för att tillhandahålla dessa tjänster. Det är då inte längre möjligt för t.ex. en CSD att korssubventionera mellan olika tjänster för att hålla konkurrens borta.⁵

4.3 Target 2 Securities

Sommaren 2006 offentliggjorde Europeiska centralbanken (ECB) ett initiativ att utreda möjligheten att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av alla avistaaffärer i värdepapper i ett och samma system och nära integrerat med avvecklingen av eurobetalningar i det nya TARGET 2. Detta projekt kallades TARGET 2-Securities (T2S).

T2S är ett förslag till en helt ny infrastruktur, som gör att affärer mellan säljare och köpare i olika länder inom Europa och med sina värdepapper i olika CSDer (cross-border-affärer) kan hanteras (avvecklas) på identiskt samma sätt som inhemska affärer där säljare och köpare direkt eller genom ombud måste mötas i hemmamarknadens CSD.

I juni 2008 förväntas Europeiska centralbanken fatta beslut om att börja bygga T2S för driftsättning senast den 1 januari 2013. Även om detta ligger fem år framåt i tiden, kommer ett sådant beslut omedelbart att medföra en förändring av infrastrukturen på

⁵ Exempelvis ta mer betalt av emittenterna för att hålla nere kostnaden för avvecklingen av affärer.

Europas värdepappersmarknader bort från silotänkandet. CSDer (värdepapperscentraler) kommer att bli tvungna att se över sin affär när settlement (avveckling av affärerna) blir centraliserad för Europa. Möjligheten för Europa att skapa en lika effektiv finansmarknad som den i USA är beroende av hur väl post-trade-funktionerna inom Europa kan kopplas samman.

4.4 Konsolidering

I börsverksamhet är stordriftsfördelarna stora på grund av de höga fasta kostnader marknadsplatserna har för avancerade tekniska system. Dessa fasta kostnader kan bäst täckas genom att så många transaktioner som möjligt genomförs i samma system. De aktier som är mest likvida och omsätts mest, dvs. innebär flest transaktioner, är därmed de mest lönsamma för marknadsplatsen. Som jämförelse kan nämnas att OMX har en omsättningshastighet på cirka 130 procent av marknadsvärdet på de noterade bolagen medan Nasdaq ligger mer än det dubbla, 270 procent, vilket är den högsta omsättningshastigheten⁶ på världens börser. Den förväntade ökade konkurrensen om omsättningen som de nya initiativen i Europa för med sig är huvudorsaken till den våg av börskonsolideringar som nu drar fram. Det första transatlantiska samgåendet skedde tidigare 2007 när New York Stock Exchange köpte börsgruppen Euronext.

Enbart gemensam ägare ger dock inte några stordriftsfördelar. Det som behövs för att dra fördelar i form av ökad omsättning vid sammanslagning/samarbete mellan börser är:

- Användning av samma plattform. Det gör att en intermediär endast behöver en teknisk uppkoppling mot *en* marknadsplats för att kunna handla på alla marknadsplatser i gruppen.
- Harmoniserade handelsregler för att den intermediär som tekniskt kan handla mot marknader i flera länder (t.ex. de nordiska) inte ska behöva hålla reda på flera olika handelsregler (merarbete och administrativ kostnad).

5. OMX

I det här kapitlet presenteras en beskrivning av OMX' framväxt och nuvarande verksamhet i ljuset av utvecklingen i Europa. Beskrivningen bygger på offentligt material, medan rådet i nästa kapitel ger sin bedömning av vilka konsekvenser omvärldsförändringarna kan få ur finansplatsperspektiv.

5.1 Framväxten av den nordiska börsen

Stockholms fondbörs fick formellt monopol på aktiehandel i Sverige 1979, även om det i praktiken redan hade ensamrätt på aktiehandel. Fondbörsen var inte statsägd, men staten utövade kontroll genom att tillsätta en majoritet av styrelseledamöterna. Den fungerade då som en icke-vinstdrivande organisation. Det sista börsuppropet

⁶ Omsättningshastigheten är den omsatta volymen över en viss tid, t ex ett år, dividerad med market cap.

hölls 1990 och handeln blev i stället helt automatiserad. År 1993 avskaffades börsmonopolet. Samtidigt omvandlades börsen till ett aktiebolag och blev som första börsbolag i världen vinstdrivande. Den tidigare konstruktionen på den svenska börsen överensstämde med hur det såg ut internationellt. Ingen börs var börsnoterad utan de ägdes av aktörerna på marknaden. År 1994 blev Stockholmsbörsen den första europeiska handelsplatsen med fjärrmedlemmar.

OM startade 1985 derivathandel och börsnoterades 1987. OM och Stockholms fondbörs gick samman 1998 och det nya bolaget noterades på sin egen börs. Inga restriktioner infördes för hur ägandet i bolaget skulle se ut. Mönstret att börser börsnoteras har sedan följt i stora delar av västvärlden, men i flertalet fall har dessa infört ägarrestriktioner.

År 2000 skrev Oslo och Reykjavik avtal om medlemskap i den nordiska börsalliansen Norex. År 2001 började Köpenhamns fondbörs handla på samma system som Stockholmsbörsen. Gemensamma medlems- och handelsregler infördes. År 2002 började även Oslo Börs handla på samma system. En gemensam nordisk plattform för värdepappershandel blev det år 2004 efter att OM (inklusive Stockholmsbörsen) gått samman med den finländska börsen, HEX året innan. Där ingick också börserna i Tallinn och Riga. OMX förvärvade börsen i Vilnius 2004 och gick 2005 samman med Köpenhamnsbörsen. Under 2006 gick man även samman med den isländska börsen och lanserade begreppet OMX Nordic Exchange och den nordiska listan. Den nordiska listan innehåller alla företag som är noterade på Stockholmsbörsen, Helsingforsbörsen och Köpenhamnsbörsen. De totalt 159 medlemmarna på dessa börser kan därmed erbjuda sina kunder handel i alla bolag på de ingående börserna. Varje börs har dock kvar sin lokala handelsplats, sin lokala styrelse, sin lokala reglering och övervakas av sin lokala tillsynsmyndighet. Samtliga sju marknader inom OMX har skilda valutor och alla värdepappersaffärer avvecklas i lokala CSDer. Det innebär att kostnaderna för att handla över gränserna inom Norden inte har påverkats av börssammanslagningen. Det är endast Oslo börs som inte ägs av OMX, men den är ändå en del av börssamarbetet då all handel sker på OMX' system. Även First North⁷ och Aktietorget⁸ handlar på OMX' system.

5.2 Långsiktig strategi

Enligt OMX' hemsida är OMX' strategi ”att utveckla och leverera system och lösningar för hela transaktionskedjan, från börs, clearingorganisation och värdepapperscentral till marknadsaktör. Det är en helt unik strategi att ha kunskap

⁷ First North är en alternativ marknadsplats som drivs av de olika börserna som ingår i OMX. Den har inte samma juridiska status som en reglerad marknad. Bolag på First North regleras av First North regler och inte av de juridiska krav som ställs för handel på en reglerad marknad. En placering i ett bolag som handlas på First North är mer riskfylld än en placering i ett börsnoterat bolag. Tidigare så hette listan Nya Marknaden men bytte namn 2006. First North är inte en aktiebörs och de bolag som listas på First North kan alltså inte kalla sig noterade eller börsbolag. Aktiebörs eller börs är en skyddad beteckning som reserveras för de som erhållit auktorisation att bedriva börsverksamhet.

⁸ AktieTorget har fokus på växande entreprenörsledda företag. Via aktiehandelssystemet SAXESS är handeln tillgänglig för banker och fondkommissionärer anslutna till Norex-börserna. AktieTorget har sedan den 29 mars 2007 Finansinspektionens tillstånd att driva verksamhet som värdepappersbolag och står under inspektionens tillsyn. Tidigare var AktieTorget auktoriserad marknadsplats.

som omfattar alla delar av transaktionskedjan, och den förstärks av att vi äger och driver börser samtidigt som vi utvecklar system och lösningar för dessa marknadsplatser.”

OMX har under flera år medvetet letat samarbetspartner, då ägare och ledning gör bedömningen att företaget behöver vara större (i syfte att skapa stordriftsfördelar) för att skapa god lönsamhet. Ju fler transaktioner som kan genomföras på ett börssystem, desto lägre blir styckkostnaden. OMX' Nordiska Börs är enligt egen utsaga Europas 6:e största börs med ett samlat marknadsvärde på EUR 930 miljarder. Ett eventuellt förvärv av Oslo Börs, vilket måste anses ligga inom den befintliga strategin, skulle öka den totala omsättningen på OMX' börser med 27-28 procent. Ett förvärv av börser i Warszawa skulle öka omsättningen med ca 5 procent.⁹ Några andra expansionsplaner som kan påverka dessa siffror kan inte anses ligga inom den befintliga strategin utan måste hänföras till samgåenden med andra större börser, t.ex. med Deutsche Börse eller Londonbörsen (LSE).

5.3 Teknologidel

Redan vid starten av OM's derivathandel i det första elektroniska handelssystemet CLICK 1991, etablerades en utåtriktad teknologiverksamhet genom att detta system tillsammans med systemet för clearing, SECUR, såldes till börser i Wien.

Vid samgåendet med Stockholms Fondbörs 1998 kom det av fondbörsen nyutvecklade systemet för aktiehandel SAXESS in i familjen av system. Dessa tre system har sedan vidareutvecklats, men utgör i princip fortfarande basen i OMX' teknologiverksamhet såväl vad avser systemförsäljning som försäljning av drifttjänster. Genom olika förvärv har antalet systemerbjudanden under åren utökats. Den vildvuxna floran av system, särskilt börshandelssystem, har tvingat fram en stor satsning på en ny familj, kallad GENIUM. Problemet är att det är mycket svårt att få en börs som är kund att överge ett befintligt handelssystem eftersom det påverkar alla medlemmar och måste därför också förankras och accepteras av börsernas kunder. Därför efterfrågas i stället successiva förbättringar av befintliga system.

OMX' teknologiverksamhet har varit ett viktigt stöd för OMX i genomförandet av strategin på börshandelsområdet med förvärv av börser i Norden och Baltikum. Den har dock sedan starten haft en svag lönsamhet. Under förutsättning av en positiv resultatutveckling för denna verksamhet (2007 förväntas en marginal på 8 procent) så är teknikdelen i ett stand-alone-scenario sannolikt en viktig del av ett framtida OMX. En framgångsfaktor har varit att man besitter kompetens och har tillgång till strukturkapital som är allmängiltigt och därför går att använda på fler marknader än den lokala.

Med fler än 60 kunder i över 50 länder är OMX, enligt hemsidan, världens största leverantör av marknadsplatslösningar till börser, clearingorganisationer och värdepapperscentraler. Samarbetsprojektet BIDS Trading har valt OMX' teknologi för sin handelsplattform.¹⁰ OMX utpekas också som trolig leverantör av viss teknologi

⁹ Noteras bör att omsättningen på börser världen över varit ovanligt hög senaste tiden.

¹⁰ BIDS är ett alternativt handelssystem som avser konkurrera med de traditionella bankerna. Tolv investmentbanker backar upp; Bank of America, Bear Stearns, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche, Goldman, JP Morgan, Knight Capital, Lehman Brothers, Merrill, Morgan Stanley och UBS.

till Turquoise och om det växer upp flera konkurrerande MTFer kan det finnas möjligheter för ytterligare spridning av teknologin.

5.4 Listning

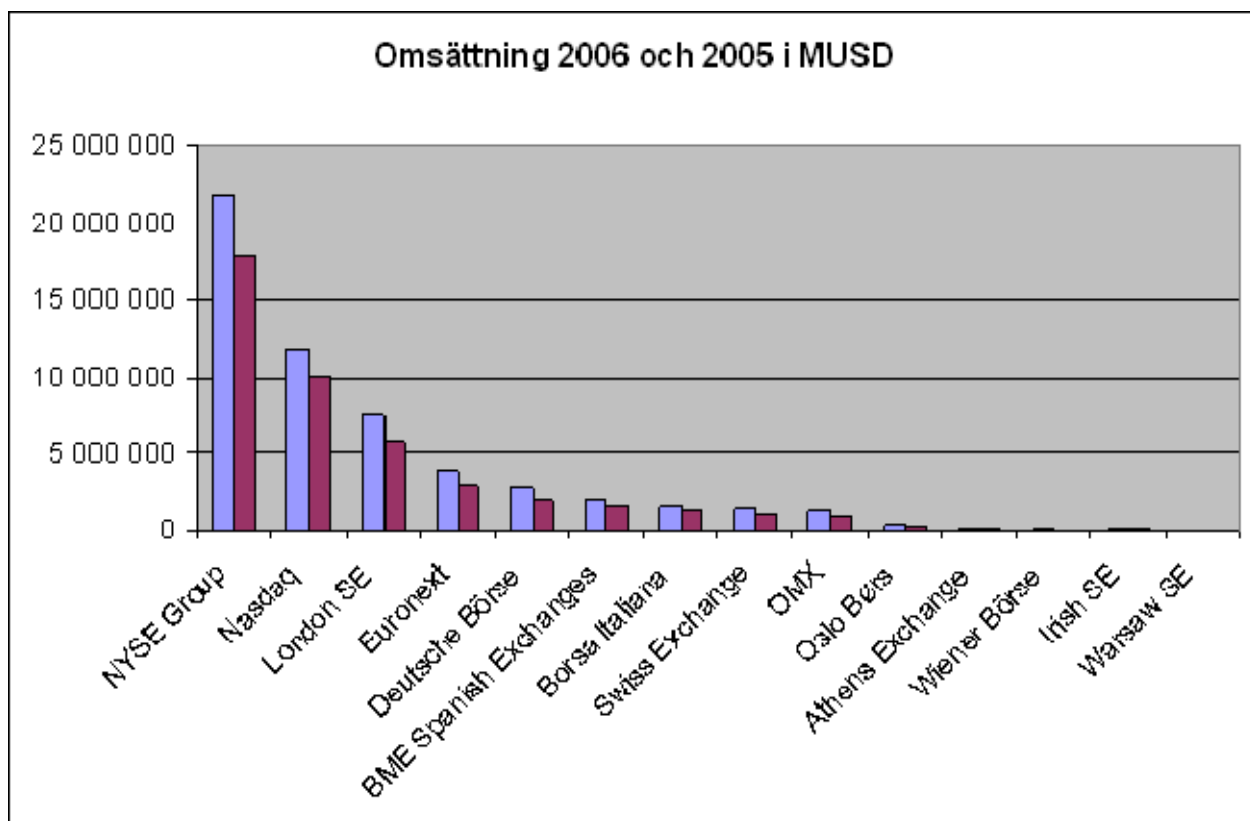
Enligt OMX' senaste månadsstatistik finns 838 noterade bolag (varav 117 på First North). Räknet i antal bolag handlar det om Europas femte största marknadsplats. Den nordiska listan är internationellt bland de största avseende vissa sektorer som pappersindustri, industrimaskiner, mode och IT till följd av vilka typer av bolag som är etablerade i regionen.

Nästan alla bolag som är noterade på OMX har hemvist i Norden. För ett bolag som överväger ägarspridning och/eller att ta in nytt kapital är det naturligt att vända sig till den nationella börsen för notering. Förutom att investerarna har "home bias" finns fördelen att listningsvillkor och andra regler är utformade med utgångspunkt från samma lagstiftning som i övrigt omfattar bolaget.

För ett bolag innebär det såväl kostnader som legala risker att vara noterat. Därför måste fördelarna överväga nackdelarna att noteras på andra börser än hemmabörsen. Är hemmabörsen välutvecklad, dvs. har gott förtroendekapital och har lyckats attrahera många medlemmar (intermediärer) så att slutinvesterare över hela världen nås, minskar behovet avsevärt för ett bolag att notera sig på andra börser. En lokal (läs nationell) börs med många medlemmar, såväl lokala som globala, har därför betydande konkurrensfördelar jämfört med icke lokala börser när det gäller att locka lokala emittenter till börsen. Trots de relativa konkurrensnackdelarna har många börser som ambition att attrahera bolag från andra länder. Börser som har lyckats att locka utländska bolag är ofta starka i nischer, vilket kan bero på nationell lagstiftning, kunskap och kännedom om en viss bransch eller är lokaliserade i ett betydande finanscentrum.

När ett bolag blivit tillräckligt stort och vill uppfattas som globalt, kan det överväga en sekundärnotering på en annan börs. Ett antal av de största bolagen på Stockholmsbörsen har noteringar på LSE, Nasdaq eller NYSE. Skälet att ha en ytterligare notering kan vara att öka synligheten hos slutinvesterare i andra marknader eller att få en särskild kvalitetsstämpel. Därför är det främst börserna i världens två stora finanscentra som med framgång lyckats locka icke nationella bolag.

OMX har inte haft någon uttalad strategi att försöka locka till sig noteringar från andra länder. Det beror sannolikt på att OMX varken är lokaliserat till ett finanscentrum som kan konkurrera med de riktigt stora i världen eller har lyckats profilera en nisch. OMX har genom sitt breda medlemsnätverk däremot en mycket stark ställning i de länder där de driver börser och det är få bolag/ägare som över huvud taget överväger att notera bolaget på en annan börs än den lokala.



5.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens

Den nordiska börsen omfattar börserna i Köpenhamn, Stockholm, Helsingfors, Island, Riga, Tallinn och Vilnius. Den nordiska börsen kan sägas vara en gemensam port som ger tillgång till mer än 80 procent av börshandeln i de nordiska och baltiska länderna.

Börshandeln står för den helt dominerande delen av OMX' resultat. Verksamheten är konjunkturkänslig eftersom dess resultat i huvudsak är beroende av omsättningen på börserna och denna omsättning är i sin tur mycket beroende av de underliggande värdena. Genomsnittlig omsättning motsvarar 7 miljarder dollar per dag och genomsnittligt antal transaktioner, avista, per dag är 200 000. Omsättningen på den nordiska börsen utgörs i dagsläget till 95 procent av segmentet Large cap (företag med börsvärde över en miljard euro) och det är i detta segment som större delen av lönsamheten för OMX ligger.

Både stora och små investerare måste gå genom någon av Stockholmsbörsens medlemmar för att få köpa eller sälja aktier. Medlemmarna består av svensklokaliserade värdepappersinstitut samt så kallade fjärrmedlemmar (dvs. utländska företag som bedriver handel i Sverige från utlandet). Av Stockholmsbörsens ca sjuttio medlemmar i aktiehandeln är ca femtio fjärrmedlemmar. Medlemmarna har i sin tur cirka 600 auktoriserade mäklare knutna till sig.

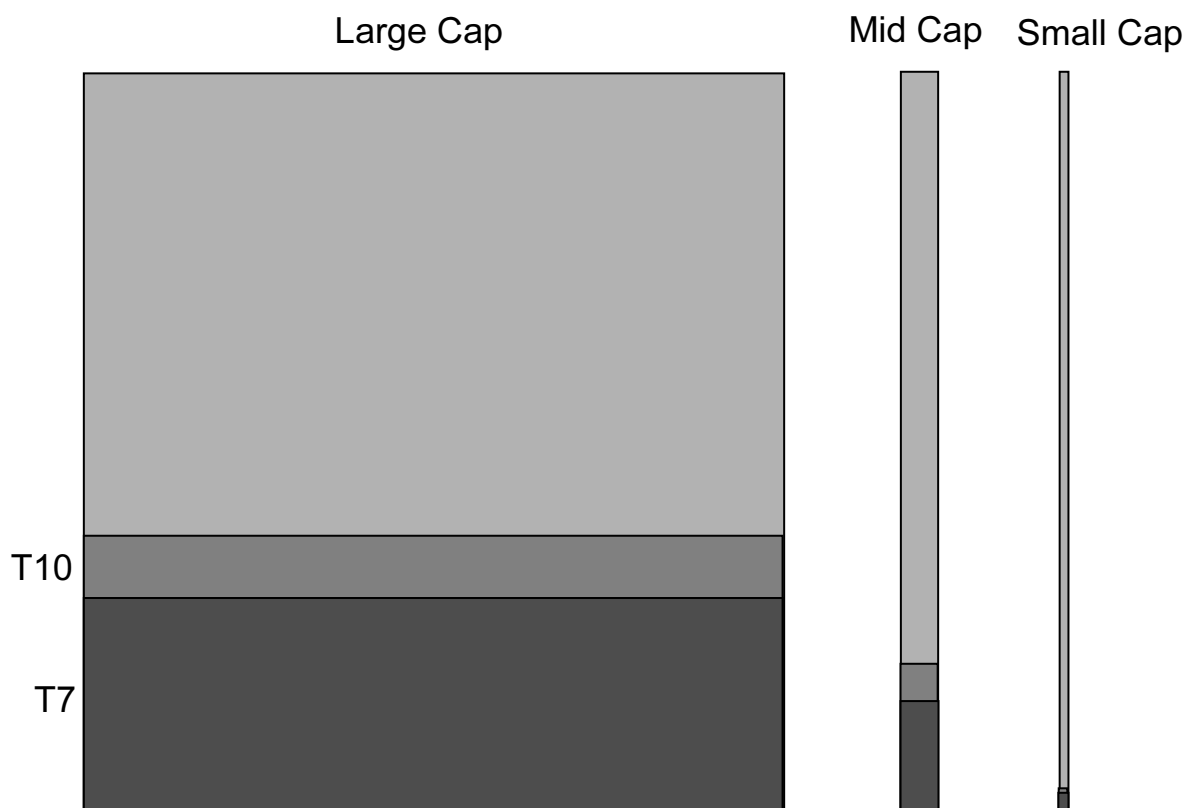
Stockholmsbörsen har 278 företag listade på huvudlistorna (plus First Norths 91 bolag), varav de flesta med en tämligen begränsad handel. Stockholmsbörsens (liksom systerbolagen i Finland och Danmark) beroende av ett fåtal stora bolag med stor

omsättning blir uppenbar vid en jämförelse inom Europa. För OMX' tre största börser gällde i juli 2007 att de fem största aktierna på respektive börs stod för 35 procent av den totala omsättningen i Stockholm; 56 procent i Köpenhamn och hela 64 procent i Helsingfors (Nokia ensamt stod för 46 procent). Motsvarande siffror för London Stock Exchange (LSE) var endast 18 procent; för Euronext Paris 26 procent och för Deutsche Börse 34 procent.

Generellt kan sägas att likviditet är trögrörlig. Om en aktie börjar handlas på en marknadsplats är det svårt att locka handeln till en annan handelsplats genom att sänka handelsavgifterna eftersom likviditeten då splittras. Det beror på att transaktionskostnaden inte bara utgörs av handelsavgifter till börserna och courtage utan också spreaden mellan köp och sälj. Ju större omsättning är i en aktie, desto lägre blir spreaden. Även kostnader för hantera post-trade bidrar till att likviditeten är trögrörlig.

Project Turquoise kommer enligt uppgift att starta med handel i tyska och brittiska aktier, men förväntas sedan utvidga handeln till de mest attraktiva aktierna på andra europeiska börser. På Stockholmsbörsen står Turquoise-gruppen för 26 procent av den totala omsättningen (jan – aug 2007).

På Large Cap står T7 (de sju banker som tagit initiativet till Turquoise) för 29 procent av den totala omsättningen och T10 (T7 samt ytterligare tre troliga medlemmar) för 38 procent. På Mid Cap (företag med börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro) står T7 för 15 procent av omsättningen och T10 för 20 procent. På Small Cap (företag med ett börsvärde som är mindre än 150 miljoner euro) står T7 för 2,5 procent av den totala omsättningen och T10 för 3,2 procent på OMX .



Ovanstående graf ger en kvantitativ bild över hur omsättningen på OMX Nordic Exchanges under perioden januari – augusti 2007 fördelar sig över de tre marknadssegmenten Large, Mid respektive Small Cap samt hur stor andel som grupperingarna T7 respektive T10 har inom respektive segment.

OMX driver också handel och clearing i standardiserade derivatkontrakt på såväl aktier som räntebärande papper. Till skillnad från i avistahandel i aktier är inte likviditeten i derivatmarknaden särskilt trögörslig. Det beror på att derivat prissätts utifrån underliggande aktier och den har central motpartclearing, vilket innebär att man inte avvecklar affärerna i en CSD. Någon registerfunktion krävs inte heller. I dag erbjuder såväl börser (ofta specialiserade på derivat) som intermediärer derivatprodukter men det är endast börser som erbjuder standardiserade produkter som är clearade. I jämförelse med andra jämstora börser är derivathandeln i Stockholm välutvecklad. OMX' derivathandel i aktier är förhållandevis unik i den meningen att den har en gemensam orderbok med EDX (som ägs av LSE) medan clearing sker i Stockholm respektive London. Därför är det huvudsakligen bara nordiska aktörer som handlar derivat på OMX.

Lönsamheten i derivathandeln är inte alls på samma höga nivå som i avistahandeln, vilket beror på att den är mer konkurrensutsatt, inte minst från intermediärer, men också för att clearingverksamheten måste backas med eget kapital.

5.6 Post-trade

På sina viktigaste marknader, Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn, har OMX inte kontroll över efterhandsmarknaden (post-trade). Avsaknaden av harmonisering av clearing- och avvecklingsfunktionen inom Norden utgör en stor risk för OMX i sin relation till de mycket viktiga fjärrmedlemmarna. Noteras bör att såväl NYSE som Nasdaq och andra marknadsplatser i USA har ett och samma clearing- och avvecklingssystem sedan drygt 30 år (DTCC).

För nordiskt vidkommande tillkommer ytterligare ett problem då regionen skiljer sig från resten av Europa och USA genom att inte ha central motpartclearing för avistamarknaderna. Intermediärerna i form av banker och fondkommissionärer har kontakt med alla stegen i värdekedjan. För en intermediär som verkar på flera marknader med ofta bristande harmonisering mellan marknaderna vad gäller regelverk och teknisk anslutning är detta betungande, särskilt vad gäller post-trade, dvs. allt som följer efter själva handeln. Som framgått tidigare ligger här större delen av investerarens totala kostnader för handeln i värdepapper.

Intermediärerna bygger upp enheter som är organiserade för att hantera det mest förekommande, central motpartclearing, och alla avvikelser innebär därmed merarbete och merkostnader för intermediärerna. Genom CoC:s Access and Interoperability-regler, skulle en annan CSD, t.ex. Londons CSD Euroclear-Crest, kunna begära att få en länk från svenska VPC och sedan avveckla svenska aktier handlade på t.ex. LSE. Detta skulle innebära att många utländska investerare får en lägre totalkostnad än de svenska eftersom de redan är effektivt anslutna via sin intermediär till denna CSD.

De nordiska aktiemarknaderna är här i en svår situation: *å ena sidan* måste man sannolikt införa CCP-clearing av aktie- och obligationshandeln eftersom detta förväntas av de allt viktigare fjärrmedlemmarna med risk att de nordiska marknaderna annars marginaliseras; *å andra sidan* vill man avvakta med införandet av en CCP av risk för att andra CCPer med stöd av CoC då begär tillgång till transaktionsflödet (de föreslagna reglerna kan tolkas som att en viss marknad redan måste ha CCP-clearing för att en annan CCP ska kunna begära tillgång till transaktionsflödet). Om transaktionsflödet från den lokala börsen flyttar till CCPer på andra marknader är steget litet att även flytta handeln och därmed likviditeten, till en annan marknadsplats. Detta skulle minska lönsamheten i børsverksamheten i Norden.

6. OMX på egen hand - Konsekvenser för Stockholm som finansplats

6.1 Scenario

Som framgått i tidigare kapitel är det förändringar på gång på värdepappersmarknaderna i Europa de närmaste åren och dessa kommer att få konsekvenser även i Sverige och Norden. Hur omfattande förändringarna kommer att bli och i hur snabb takt de kommer att ske är svårt att sia om. Rådets bedömning är dock att ett sannolikt scenario på fem års sikt är följande:

- Nybildade MTFer börjar konkurrera med traditionella börser om handeln. En aktie behöver inte handlas där den är noterad. Denna separation av handeln urholkar börsernas särställning.
- I vilken takt detta sker beror på lönsamheten i olika sektorer. I en första fas förväntas konkurrensen fokusera på de största, mest omsatta aktierna som är mest lönsamma och där volymerna gör att handel mot eget lager fungerar mest effektivt.
- Den ökade konkurrensen om handeln i de mest lönsamma aktierna pressar priserna. Prispressen leder till att marginalerna i börshandeln, liksom sannolikt lönsamheten för alla börser i Europa, kommer att sjunka om inte andra åtgärder som leder till kostnadsbesparingar vidtas. Å andra sidan leder sänkta priser till att priströsklar försvinner för främst s.k. program trading och omsättningen kan förväntas öka. Om omsättningen ökar i stor omfattning kommer sannolikt inte lönsamheten för börserna att drabbas lika hårt.
- Sänkta priser på handel kommer kunderna till godo.
- Handeln i små och medelstora bolag är lägre och sannolikt inte tillräckligt lönsam för nya handelsplatser att vara värd att konkurrera om och kommer därför i första hand stanna kvar på de nationella börserna.
- Noteringsdelen av börsernas verksamhet är mycket beroende av lokal närhet till följd av lagstiftning, språk, lokalkännedom etc. och blir kvar i lokal marknad. Detta gäller oavsett om noteringen formellt sköts av handelsplatsen eller av Finansinspektionen i framtiden. Detsamma gäller CSDernas kontakt med emittenterna.
- Om ett antal år kan Europa förväntas ha fler börser/handelsplatser än i dag – inte färre. De grupperingar av börser som har skett inom OMX och inom Euronext har inte inneburit att antalet börser minskat. Kultur, språk, valuta,

närhet, lojalitet, emittenter, investerare etc. talar för att flertalet europeiska börser kommer att finnas kvar under överskådlig tid och kompletteras med nystartade MTFer som Turquoise och andra. Däremot koncentreras ägandet av handelsplatserna i ett fåtal grupperingar för att dra nytta av stordriftsfördelar. Huruvida handeln i de största aktierna kommer att koncentreras till ett fåtal handelsplatser är en mer öppen fråga. Svaret beror bl.a. på hur väl infrastrukturen i hela handelskedjan blir utbyggd. Likviditeten behöver inte bli splittrad eller koncentreras till en marknadsplats om olika marknadsplatser, clearing och settlement kan kopplas ihop eller länkas på eller annat sätt.

- Depository-delen av dagens CSDer finns kvar. För alla länder gäller att lagstiftning och tillsyn av CSDernas depository-funktion försvårar en sammanslagning eller nedläggning av den lokala CSDn.
- CSDernas funktion för avveckling av affärerna centraliseras däremot för att möjliggöra en paneuropeisk värdepappersmarknad med lägsta möjliga kostnader, inberäknat intermediärernas kostnader för att ansluta sig till flera marknader. Det är förändringarna inom post-trade som kommer att medföra och möjliggöra den egentliga revolutionen av europeisk värdepappersmarknad.

Förutsättningarna för börsverksamhet kommer alltså att se markant annorlunda ut på några års sikt. Huvudfrågan för rådets analys i denna rapport är hur OMX kan påverkas av utvecklingen, samt vilka konsekvenser detta kan få för handeln med finansiella instrument i Stockholm och för Stockholm som finansiellt centrum.

6.2 Konsekvenser för finansplatsen

Rådet vill poängtera att ovanstående konsekvenser är vad vi bedömer vara ett rimligt scenario mot bakgrund av de olika EU-direktiven. Men utvecklingen är förstås oviss, framför allt hur fort förändringarna kan tänkas ske. Det är vidare svårt att analysera vilka konsekvenser som olika samgåenden och samverkansformer kan få, både generellt och i detta scenario. I detta kapitel gör rådet en bedömning av hur förändringarna *påverkar handeln med finansiella instrument i Stockholm och Stockholm som finansiellt centrum*. I viktiga avseenden kan följderna till viss grad vara oberoende av om OMX får nya ägare eller ej. I den här delrapporten är utgångspunkten att OMX har ett förhållandevis spritt ägande, precis som i dag.

Analysen är strukturerad utifrån vilka kriterier (i fallande ordning) som är viktiga för en finansplats, se kapitel 2.

- **Förmåga att attrahera personal**

OMX' lönsamhet kommer troligen att minska om handeln för stora bolag flyttar ut eller om man priskonkurrerar. Detta kan komma att även påverka antalet OMX-anställda i Norden (i dag 1483 anställda). Som en del i kostnadsbesparingar finns scenariot där OMX väljer att flytta vissa delar, t.ex. ytterligare delar av systemutvecklingen, till billigare länder såsom Indien, där företaget redan har etablerat verksamhet.

Verksamhet hos investerare, intermediärer och emittenter förväntas inte påverkas nämnvärt av att viss handel i de största aktierna flyttar från den lokala

marknadsplatsen; se vidare nedan. Därmed bör inte heller förmågan att attrahera personal till intermediärer eller svensklokaliserade investerare påverkas.

Redan i dagsläget bedömer marknadsaktörerna i Sverige att de har vissa svårigheter att rekrytera kvalificerad personal. Med EUs fria rörlighet för arbetskraft kan vi förvänta oss att kvalificerad personal i finanssektorn dras till London. Den frågan är därmed viktig att hantera oavsett utvecklingen av börsverksamheten.

- **Hög etik och moral (Förtroende)**

Förtroendet för finansplatsen bör inte påverkas då utvecklingen av regelverken förväntas ske i samförstånd med marknadsaktörerna, även om inslagen av självreglering kan förväntas minska över tiden till följd av harmoniseringen inom Europa. Harmoniseringen leder också till att regleringen successivt blir mer konkurrensneutral.

- **Aktivitet i värdepappershandeln (emittenter, omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)**

De nordiska storbolagen är små i relation till storbolag i andra länder och en uppskattning är att endast de 12-20 största på OMX börser, skulle vara intressanta för utländska konkurrenter (t.ex. Turquoise) att priskonkurrera om.¹¹ Som svar på detta hot finns i huvudsak två strategier för OMX:

- Acceptera att en del av omsättningen i dessa aktier flyttar ut (kvarstår små, mellanstora och många stora) och därmed minskad lönsamhet.
- Sänka priserna för att konkurrera och undvika att handeln flyttar. Därmed minskar lönsamheten, men lägre priser kan göra att omsättningen ökar, vilket delvis kompenserar. Prissänkningar avseende transaktioner på börserna är emellertid ett ganska trubbigt verktyg, eftersom den största delen av de fjärran intermediärernas kostnader är att hänföra till post-trade och särskilt då kostnaderna för att upprätthålla kontakterna med marginella marknader när alternativ finns på för dessa intermediärer närmare håll.

En uppskattning ger vid handen att OMX Nordic Exchanges för närvarande opererar med en hög marginal. Om i ett ytterlighetsscenario hela T10-gruppens handel på samtliga tre segment skulle försvinna och inga kostnadssänkningar genomfördes, samtidigt som det totala börsvärdet minskar på grund av en allmän börsnedgång och därmed automatiskt omsättningen (kopplad till underliggande värde), skulle marginalen för börsverksamheten – allt annat lika – fortfarande vara hög i jämförelse med många andra branscher. Det torde alltså finnas ett visst utrymme för prisjusteringar för att undvika att bli av med handel.

Rådets bedömning är att stand-alone-scenariot sammantaget innebär att lönsamheten för OMX kommer att pressas. Företaget kommer dock troligen inte att bli lika

¹¹ På den Nordiska listan finns 20 företag med ett marknadsvärde över 10 miljarder euro, varav 14 svenska. Endast tolv (varav sju svenska) har ett marknadsvärde över 15 miljarder euro. De svenska är Ericsson, Hennes&Mauritz, Nordea, Sandvik, SEB, Telia och Volvo. Den svenska, och för all del den nordiska, börserna är att betrakta som en mid/small cap-börs i ett internationellt perspektiv .

konkurrensutsatt som de större europeiska börserna, tack vare sin lokala förankring och på grund av att endast ett fåtal av de nordiska företagen är tillräckligt stora för att vara intressanta i internationellt perspektiv. På längre sikt är OMX tvunget att hitta en partner för att med hjälp av ytterligare stordriftsfördelar bibehålla sin position. Om ingen av de aktuella affärerna skulle komma till stånd, bedömer rådet därför att OMX kommer att fortsätta att leta partner. Finansiell styrka ger handlingsutrymme för framtida strategier, men OMX har relativt lågt marknadsvärde i internationell jämförelse och små finansiella resurser till egna uppköp. Det är troligare att företaget blir uppköpt. Konsolideringsvågen i Europa är dock redan i full gång och frågan är om det finns några realistiska alternativ. De två europeiska börser som ligger närmaste till hands, London Stock Exchange och Deutsche Börse, har hittills avböjt närmanden.

Även om ovanstående utveckling vore bekymmersamt för ägarna till OMX, så är inte utvecklingen allvarlig ur ett samhällsnyttoperspektiv. Börsen finns kvar och fortsätter att fullgöra sin grundfunktion att göra det möjligt för företag att få externt riskkapital och för investerare att köpa och sälja värdepapper. Samtidigt sjunker transaktionskostnaderna, framför allt i större aktier men också för mindre aktier när post-trade-hanteringen blir mer effektiv, vilket borde leda till högre avkastning för investerare. Det sänker i förlängningen också kostnaderna för riskkapitalförsörjningen.

Slutkunder och emittenter är vinnarna på längre sikt på den pågående strukturomvandlingen inom Europas värdepappersmarknader genom att förbättrad likviditet sänker riskerna och genom att lägre totala transaktionskostnader ökar avkastningen.

- **Emittenter/kapitalförsörjning**

De stora emittenterna har redan i dag tillgång till internationellt kapital, men väljer i första hand att ha hemvist och notering på sin hemmamarknad. De ingår därmed i olika nordiska index. Även om delar av handeln flyttar ut till följd av MiFID finns egentligen ingen anledning att byta hemvist. Detta görs i så fall främst av andra anledningar (skatter, reglering). Erfarenheter säger att en lokal börs behöver missköta sig ordentligt för att de nationella noterade bolagen ska söka nya listningsalternativ.

När ett företag ska noteras är de två viktigaste kraven att handelsplatsen har likviditet och trovärdighet genom ett väl avvägt regelverk. Det är större sannolikhet att en aktie får en god likviditet med lokala medier som bevakar bolaget, bredare analysbevakning från lokala intermediärer och lokala investerare som ofta har "home bias", dvs. föredrar inhemska företag. Rådet bedömer det som sannolikt att både små och stora företag kommer att fortsätta att notera sig på den lokala börserna. Därmed torde de direkta effekterna på riskkapitalförsörjningen vara små.

Emittenterna har fortfarande tillgång till väl fungerande marknader för sin riskkapitalanskaffning. Om integrationen av post-trade inom Europa fortsätter som väntat med heltäckande CCP-clearing av aktieaffärer och en paneuropeisk settlementfunktionalitet, kan emittenterna lugnt lista sig på sin hemmamarknad och ändå få en vidsträckt exponering.

När börserna inte i samma utsträckning som tidigare kan slå ut fasta kostnader på den stora omsättning som de stora företagen bidrar med kan det dock finnas en risk att OMX, i kraft av sin starka position i den nordiska aktiemarknaden, söker kompensera sig med högre avgifter från börserna på de delar som är minst konkurrensutsatta, dvs små och medelstora bolag. Emittenter, och indirekt även inhemska investerare, riskerar i så fall att inte fullt ut få del av fördelarna med de ändrade konkurrensförhållandena inom börshandeln.

- **God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster)/ Innovationskraft i utvecklingen/ Brett utbud av tjänster**

I scenariot att priserna pressas är det möjligt att vissa tjänster når gränsen när det inte anses som tillräckligt lönsamma att tillhandahålla och att de då tas bort ur OMX utbud. Exempelvis skulle OMX kunna besluta att inte upprätthålla derivatmarknaden.

OMX kommer att bli tvunget att arbeta innovativt för att hantera de stora förändringarna för börsverksamhet de närmaste åren. OMX har en framgångsrik historia som ett innovativt entreprenörsföretag som på många sätt varit nydanande i börsvärlden. Vid fallande lönsamhet finns dock en risk för defensivt beteende från OMX' sida. Detta skulle kunna leda till åtgärder som negativt påverkar OMX tjänsteutbud, exempelvis nedskärningar i tekniska utvecklingskostnader, vilket skulle slå på innovationsförmågan och därmed möjliga framtida tjänsteutbud eller kostnadsnedskärningar som innebär en kvalitetssänkning i befintliga tjänster.

Utbudet av övriga tjänster i den finansiella sektorn bör inte påverkas i någon större omfattning i stand-alone-scenariot, då slutkunder, intermediärer och emittenter inte förväntas påverkas av att viss handel flyttar från den lokala marknadsplatsen. Intermediärerna kan koppla upp sig till fler marknadsplatser och varken emittenter eller slutkunder bryr sig om var handel sker så länge transaktionskostnaderna i alla led av transaktionen blir lägre och likviditeten blir bättre eller åtminstone inte försämras.

Det är bolag, slutinvesterar och intermediärer och samspelet dem emellan som i stor utsträckning utgör efterfrågan på kringtjänster. Finns de kvar i regionen kommer de fortsätta att efterfråga tjänster. Kringtjänster kan möjligen påverkas till den del de är kopplade till de största aktierna vars handel sannolikt flyttar ut på några års sikt. Detta gäller t.ex. specialiserad analyskapacitet.

- **Stort antal kvalificerade placerare**

De flesta större svenska investerarna handlar redan idag i andra länder. Rådet bedömer att de därför inte påverkas av var handeln i en aktie sker, så länge transaktionskostnader och post-trade inte försämras. Investerarna har tillgång till samma utbud av investeringsobjekt som tidigare. Det finns ingen anledning att sluta handla t.ex. Ericsson eller Nokia på deras hemmabörser bara för att en del av handeln flyttat till andra marknadsplatser. Dessa stora aktier har dessutom en så stor omsättning att de också kan tåla en viss splittring av likviditeten. Aktierna på nedre delen av Large Cap samt på Mid Cap och Small Cap kommer sannolikt inte att påverkas på kort sikt.

Intermediärerna tjänar förhållandevis lite på handeln i de stora aktierna (som de snarare tillhandahåller som en service). Deras intäkter ligger snarare i Small och Mid cap-segmenten och handeln avseende dessa kan förväntas kvarstå på den lokala börsen. De lokala och regionala intermediärerna arbetar mot sina lokala och regionala kunder och påverkas i mindre utsträckning. Många nordiska investmentbanker vänder sig också till globala investerare och säljer främst sina specialkunskaper om nordiska bolag – denna analyskapacitet kommer inte att drabbas även om handel från deras kontor i London och New York kan komma att dirigeras till andra marknadsplatser. De internationella (globala) intermediärerna har sina handlarbord koncentrerade till finanscentra i London, New York, Singapore/Hongkong och Tokyo och andra större finanscentra utanför Norden. Att flera av dessa har relativt stort antal anställda i t.ex. Stockholm kan nog främst hänföras till verksamhet inom corporate finance. Så länge bolagen har sin hemvist i Sverige och är listade här borde därför inte den verksamheten påverkas av att viss handel flyttar från den lokala marknadsplatsen.

- **Sammanfattande bedömning – konsekvenser för finansplatsen**

OMX har en position idag som gör att bolaget kan få svårt att klara nuvarande lönsamhet i den framtida europeiska värdepappersmarknaden utan partner. Nuvarande storägare har inte uttryckt några ambitioner att driva OMX stand alone framåt i ett avreglerat Europa. Staten har aviserat att aktierna är ute till försäljning och övriga storägare har aktivt stöttat olika nya ägarlösningar som aviserats på senare tid.

Oberoende av framtida ägare till OMX, så är det mycket troligt att samtliga OMX' nationella börser finns kvar med full service mot emittenter och intermediärer. Att dessa börser sedan, vilket redan skett, använder samma teknologi och driftorganisation och har ambitionen att harmonisera regelverken ytterligare är viktigt för fortsatt effektivitet och för att det ska vara attraktivt för flera intermediärer att koppla sig till marknadsplatsen.

En infrastruktur för post-trade som är samordnad inom Norden och anpassad till förhållandena i Europa är mycket viktig för en konkurrenskraftig marknad för handel med finansiella instrument i Stockholm och Norden. Då inte alla marknadens aktörer på kort sikt har intresse av en effektivare post-trade eftersom det finns pengar att tjäna på ineffektiviteten, kan staten behöva ta initiativ till förändringar. Detta är en grundläggande infrastrukturfråga som står på dagordningen Sveriges långsiktiga konkurrenskraft i värdepappersmarknaden, oavsett vad som händer med ägandet i OMX.

Ett slags worst case-scenario – oavsett ägare - är att bolaget skulle misskötas så att det inte längre lever upp till marknadens krav eller att verksamheten flyttar. Vi bedömer en sådan utveckling som högst osannolik. Det finns anledning för ägarna att värda den starka ställning på sin lokala marknad som företaget har. I den mån OMX skulle misskötas är konsekvenserna för tillgången till finansiella tjänster i Sverige (och övriga Norden) dessutom mindre allvarliga än de skulle ha varit för bara några år sedan. Genom förändringarna i regelverken och den tekniska utvecklingen finns numera betydligt större möjligheter att starta eller utveckla konkurrerande handelsplatser lokalt.

Vi förväntar oss sammanfattningsvis att en viss andel av handeln i de allra största aktierna flyttar och att den nordiska börsen i första hand blir en marknadsplats för aktier i vad som i ett internationellt perspektiv är små- och medelstora företag med hemvist i Norden. Den ökade konkurrensen bidrar till att transaktionskostnaderna sjunker och omsättningen förväntas därför öka, främst i de större aktierna. Detta är positivt ur samhällsperspektiv, även om det försämrar lönsamheten för OMX. Rådets bedömning är att det blir en effektivare marknad för handel med finansiella instrument i Stockholm och Norden, med högre likviditet och lägre kostnader som följd vilket gynnar såväl bolagen som investerarna i regionen.

Aktiviteten kring marknadsplatsen kommer inte att påverkas i någon större omfattning, så länge börsbolagen finns kvar som svenska aktiebolag (noterade i Sverige). Möjligheterna till riskkapitalanskaffning för etablerade och nya företag kvarstår. En viss förändring av verksamheten kan komma att ske på intermediärsidan, genom att färre transaktioner förmodligen kommer att passera nordiska intermediärer. Intermediärerna har dock sin största intjäning i segmenten små och medelstora företag.

Rådets vill slutligen understryka att de förändringar som pågår i Europa har långt större konsekvenser för finansmarknaden i Sverige och Norden än ägarförhållandena i det (eller de) företag som bedriver börsverksamhet här.

Finansmarknadsrådets uppdrag och arbete

Finansmarknadsrådet är tillsatt av regeringen med *uppdraget att främja utvecklingen av den finansiella sektorn och stärka Stockholms roll som finansiellt centrum*. Enligt direktiven ska rådet

- identifiera utvecklingstendenser och kritiska faktorer för den finansiella sektorns funktion och utveckling
- analysera och utvärdera den nationella och internationella politiken på området
- löpande ge råd åt regeringen, särskilt kring långsiktiga strategiska frågor.

Medlemmar i rådet:

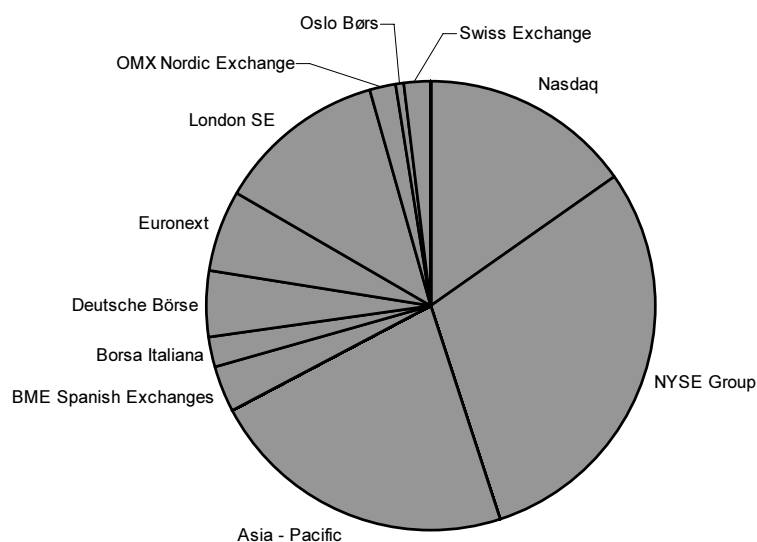
Ordförande: Kerstin Hessius, VD för tredje AP-fonden,
Hans-Erik Andersson, f.d. VD Skandia,
Karin Forseke, styrelseledamot FSA Storbritannien,
Karl-Olof Hammarkvist, ekon.dr och docent i företagsekonomi, HHS,
Lars Hörngren, chefsekonom Riksgälden,
Gent Jansson, chefsjurist och biträdande generaldirektör på Finansinspektionen,
Harry Klagsbrun, senior partner EQT,
Carl-Eric Stålberg, styrelseordförande i Swedbank,
Utredningssekreterare Camilla Ferenius.

Anders Reveman
2007-09-28

Europeisk infrastruktur för värdepappershandel, dess förväntade förändring på 5 års sikt och påverkan på OMX

OMX-börsernas positionering hösten 2007

Nedanstående graf visar aktieomsättningen på världens börser under januari – augusti 2007. Endast de allra minsta börserna med totalt ca 4 % av omsättningen har exkluderats.



Den sammanlagda europeiska börshandeln står för ca 32 % av världshandeln medan Nasdaq står för ca 15 % och New York Stock Exchange (NYSE) för ca 29 %. Under januari – juli 2007 hade de största europeiska börserna följande andelar av den totala europeiska omsättningen:

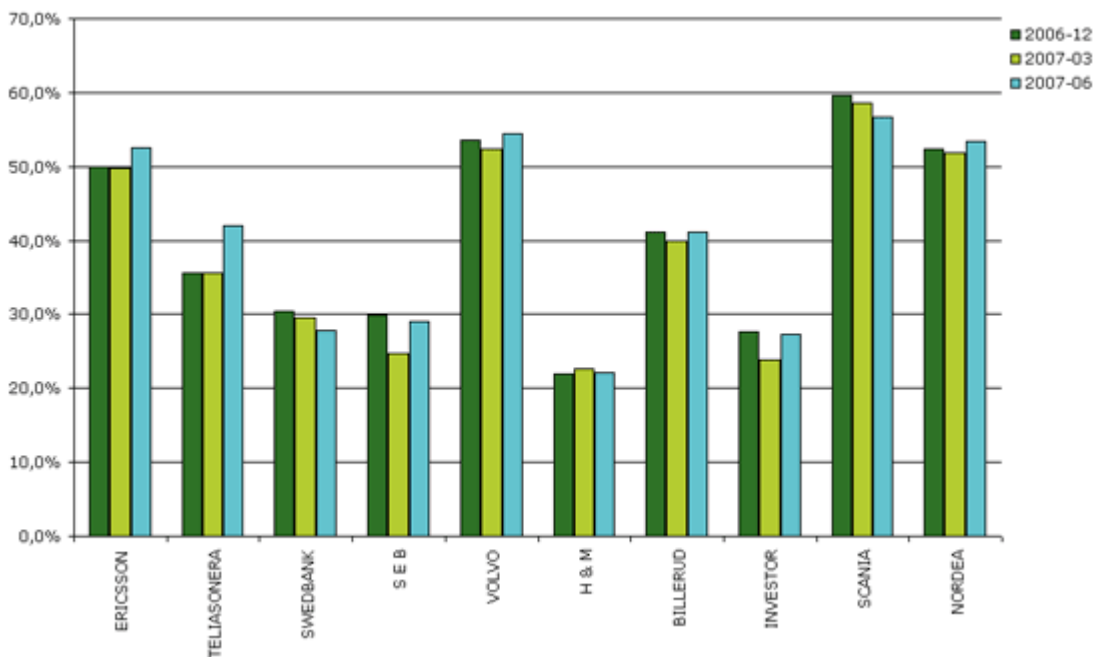
London Stock Exchange	35,8 %	
Euronext	17,6 %	
Deutsche Börse	13,8 %	
Spanish Exchanges (BME)	9,7 %	
Borsa Italiana	7,6 %	
SWX Swiss Exchange incl Virt-X	6,1 %	Stockholm 3,1 % Helsinki 1,7 % Copenhagen 0,8 % Iceland 0,2 %
OMX Nordic Exchange	5,8 %	
Oslo Børs	1,6 %	

Med andra ord tillhör Stockholmsbörsen idag en av de ”medelsmå” börserna inom Europa och är en liten börs sett ur ett globalt perspektiv. Om man lägger samman de av OMX ägda börserna blir andelen något större, men fortfarande klart mindre än nationella börser som Schweiz, Italien och Spanien.

Stockholmsbörsen har idag ca 278 företag listade på huvudlistorna (plus First North 91 bolag), varav de flesta med en tämligen begränsad handel. Stockholmsbörsens (liksom systerbolagen i Finland och Danmark) beroende av ett fåtal bolag med stor omsättning blir uppenbar vid en jämförelse inom Europa. För OMX tre största börser gällde i juli 2007 att de fem största aktierna på resp. börs stod för 35 % av den totala omsättningen i Stockholm; 56 % i Köpenhamn och hela 64 % i Helsingfors (Nokia ensamt stod för 46 %). Motsvarande siffra för London Stock Exchange var 18 %; för Euronext Paris 26 % och för Deutsche Börse 34 %.

Stockholmsbörsens (och övriga OMX' börser) beroende av ett fåtal bolag med stor omsättning gör den extra sårbar. Inte minst när man betraktar att *ägarspridningen* i dessa bolag har en stor del av utländskt ägande.

Om man betraktar de utländska innehaven så ser man att de stora bolagen är mest intressanta. Den utländska andelen av aktierna i dessa bolag är ofta större än i genomsnitt.



En utländsk investerare torde vara intresserad av var en aktie handlas med god likviditet. Allra helst skulle investeraren vilja att handeln skedde så nära hans egen hemmamarknad som möjligt, särskilt om detta skulle sänka den totala transaktionskostnaden genom en förenklad post-trade process (dvs om avveckling och förvar av värdepapperen skulle kunna ske på "hemmaplan"). Givet ungefär likvärdig likviditet, har investerarens och intermediärens hemmamarknader stor fördel på grund av de annars höga kostnaderna för post-trade.

En marknad (såsom t ex den svenska) består av såväl små som stora bolag. De mindre är avsevärt fler till antalet, men har en mycket lägre omsättning i sina aktier än de stora bolagen. De funktioner som en börs måste stödja är dock desamma vare sig bolagen är små eller stora, har hög omsättning eller ej. Med andra ord, börsverksamhet är till stor del en "fixed-cost-business", där möjligheten till en kostnadseffektiv verksamhet ligger i att attrahera många bolag och/eller bolag med stor omsättning.

I jämförelsen ovan är det tydligt att Stockholmsbörsen är mycket beroende av ett fåtal stora bolag för sin kostnadseffektivitet. Om en stor del av omsättningen i dessa bolag försvann, så skulle transaktionskostnaderna öka eftersom börsens behov av personal, infrastruktur, etc skulle vara densamma. En kraftig ökning av transaktionskostnaden skulle kunna leda till en ond spiral där fler bolag väljer att lista sig hos andra alternativa marknadsplatser med bättre kostnadseffektivitet.

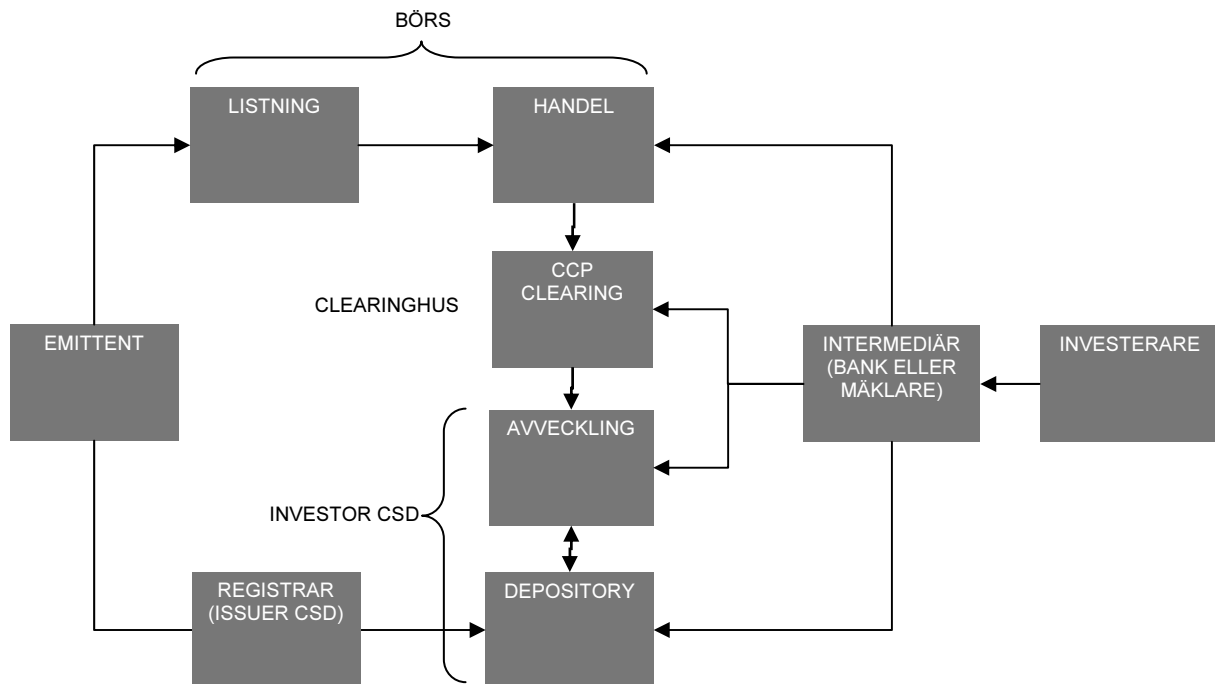
De åtgärder som OMX gruppen har vidtagit de senare åren har alla gått i samma riktning, att öka volymen av antalet affärer per dag som kan exekveras på en gemensam plattform. Detta har skett genom förvärv av andra börser, som har integrerats på en gemensam plattform (Helsingfors, Köpenhamn, Reykjavik, etc.), avtal med andra börser att använda en gemensam plattform (Oslo), att utöka antalet listade bolag (t ex First North) eller stödja fler produkter (t ex warrant, obligationer och fonder).

Vid en internationell jämförelse har OMX varit en av de mest framgångsrika på området att expandera sin verksamhet utan att öka sin kostnadsbas relativt lika mycket. Denna de små stegens strategi ser dock sina naturliga begränsningar. Ett eventuellt förvärv av Oslo Börs,

vilket måste anses ligga inom ramen för den befintliga strategin, skulle öka den totala omsättningen på OMX' börser med drygt 25 %. Denna siffra är för närvarande ovanligt hög sett ur ett historiskt perspektiv. Ett eventuellt förvärv av börserna i Warszawa skulle öka omsättningen med ca 5 %.

Struktur för moderna värdepappersmarknader

En schematisk bild av infrastrukturen för värdepappersmarknaden med fokus på värdekedjan för andrahandsmarknaden i aktier – den så kallade avistamarknaden – kan se ut som följer:



Den traditionella börserna kan sägas bestå av två delar: Listningen, d v s notering av ett bolags aktier eller räntebärare och den tillsyn som följer härav, samt själva handeln. Tillsynsdelen av listningen kommer med stor sannolikhet att flyttas från börserna till tillsynsmyndigheten, i Sverige Finansinspektionen, Så har t ex redan skett i England.

En så kallad "MTF" (Multilateral Trading Facility", se även nedan under MiFID) består enbart av själva handelsdelen.

"Clearing" avser normalt två funktioner, nämligen dels att själva clearinghuset går in som motpart i alla affärer (central motpartsclearing eller CCP clearing) och att säljare och köpare således inte blir exponerade för varandra, dels att man beräknar nettot mellan aktörerna och avvecklar endast detta netto antingen bilateralt mellan parterna utan central motpartsclearing eller mellan clearinghuset och resp. part. Inom Norden förekommer inte CCP Clearing vad gäller avistaaffärer i aktier eller obligationer.

CSDns (värdepapperscentralens) funktioner är i schemat uppdelat i avveckling eller "Settlement" resp. själva "Depository"-delen vari ligger kontohållning och "Issuer CSD"

delen eller relationen till emittenten samt allt vad gäller "Corporate actions" såsom utdelningar, emissioner m m.

I Centralbanken avvecklas likviddelen av affärerna på en aggregerad nivå (per likvidbank), men denna funktion är inte åskådliggjord ovan.

Intermediärerna i form av banker och fondkommissionärer har genom sina "front", "middle" och "back" offices kontakt med alla stegen i värdekedjan. För en intermediär som verkar på flera marknader med ofta bristande harmonisering mellan marknaderna vad gäller regelverk och teknisk anslutning är detta betungande, särskilt vad gäller "post-trade", d v s allt som följer efter själva handeln. Som framgår nedan ligger här större delen av investerarens totala kostnader för handeln i värdepapper.

Den intermediär som inte själv är stor nog på en viss marknad där hans kunder har intressen för handel i värdepapper och vilken därför inte anser det lönsamt att investera i system och kunskap om en marginell marknad, använder i sin tur mellanhänder mot dessa marknader. Dessa mellanhänder kallas "custodians" eller "settlement agent banks". De större investerarna använder vid cross-border affärer ofta en mellanhänder i form av en "Global Custodian".

Emittenterna och investerarna är de enda egentliga slutkunderna i dessa processer.

Pågående och planerade förändringar inom Europa

De finansiella marknaderna i Europa och specifikt då värdepappersmarknaderna, står inför stora förändringar. Den bakomliggande kraften kan förenklat sägas ha uppstått i och med ambitionerna bakom "the Lisbon Agenda", vilka inom värdepappersområdet har haft som ambition att göra europeisk värdepappersmarknad konkurrenskraftig i förhållande till USA's värdepappersmarknad.

Detta är en mycket ambitiös målsättning eftersom man på den mycket stora amerikanska värdepappersmarknaden har endast två dominerande börser för avista-affärer i aktier (NYSE och NASDAQ) och endast en organisation för hantering av post-trade eller clearing och avveckling av värdepappersaffärer för hela USA (DTCC). Denna koncentration av post-trade medför en mycket hög effektivitet och låga kostnader för intermediärerna, vilket inte bara kommer värdepappersmarknadernas enda egentliga kunder, emittenterna och investerarna, till godo utan även har medfört att alternativa handelsplatser, så kallade ECN eller ATS på ett enkelt sätt har kunnat etableras och attrahera likviditet. Dessa alternativa handelsplatser har i sin tur pressat priserna på de stora börserna.

Inom Europa finns minst en börs per land och normalt en CSD¹ (värdepapperscentral). Detta medför dels höga sammanlagda kostnader (bristande skalfördelar i jämförelse med USA), dels – och kanske mest allvarligt – mycket höga kostnader för intermediärerna (banker och fondkommissionärer) vid anslutning till alla dessa marknadsplatser och CSDer. Dessa höga nätverkskostnader har bromsat utvecklingen av europeisk värdepappershandel.

Inom börshandelsdelen av infrastrukturerna är avsaknaden av integration och harmonisering mellan marknaderna mindre allvarlig än inom post-trade. Detta dels därför att det finns tjänsteleverantörer som hjälper intermediärerna att enkelt koppla sig till flera börser, dels

¹ Central Securities Depository

därför att börserna själva har påbörjat integrationen. Särskilt framträdande har OMX varit inom Norden och Baltikum, men även fransk-belgisk-holländska Euronext har gjort stora framsteg. Just nu pågår även en fusion mellan Borsa Italiana och London Stock Exchange.

Post-trade sidan är dock i ett avsevärt mer allvarligt läge ur ett europeiskt integrations- och effektivitetsperspektiv. Enligt Europeiska Kommissionen kan ca 63 % av de totala kostnaderna för investeraren hänföras till post-trade och enbart ca 37 % till själva tradingen. Av de totala post-trade-kostnaderna för investerarna i Europa om totalt ca 18 miljarder euro per år är mindre än 10 % hänförliga till de centrala delarna av infrastrukturen (CCP eller central motpartsclearing samt CSD eller själva värdepapperscentralerna). Resten är hänförligt till intermediärernas back-officefunktioner och avsaknaden av integration och harmonisering mellan marknaderna.

Enligt Kommissionen, så skulle en förbättrad integrering av post-trade inom de europeiska värdepappersmarknaderna kunna ge besparingar för investeraren på storleksordningen tre till fyra miljarder euro per år och medföra en dynamisk effekt för europeisk ekonomi genom effektiviserad och förbilligad kapitalanskaffning på storleksordningen 0,3 – 0,5 % högre GDP.

Häri ligger drivkraften bakom de många paneuropeiska initiativ inom värdepappersområdet som för närvarande är aktuella och vilka kan förväntas drastiskt komma att förändra förutsättningarna för de europeiska börserna, clearinghusen och värdepapperscentralerna. Europa har aldrig tidigare stått inför så omvälvande förändringar vad gäller de finansiella marknaderna.

De initiativ som kan förväntas få störst påverkan på den europeiska infrastrukturen under de närmaste åren är:

- EU-direktivet Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)
- Kommissionens initiativ till en industriöverenskommelse kring Code of Conduct for Clearing and Settlement (CoC)
- Europeiska Centralbankens initiativ TARGET 2-Securities (T2S).

Dessa tre initiativ diskuteras nedan.

MiFID

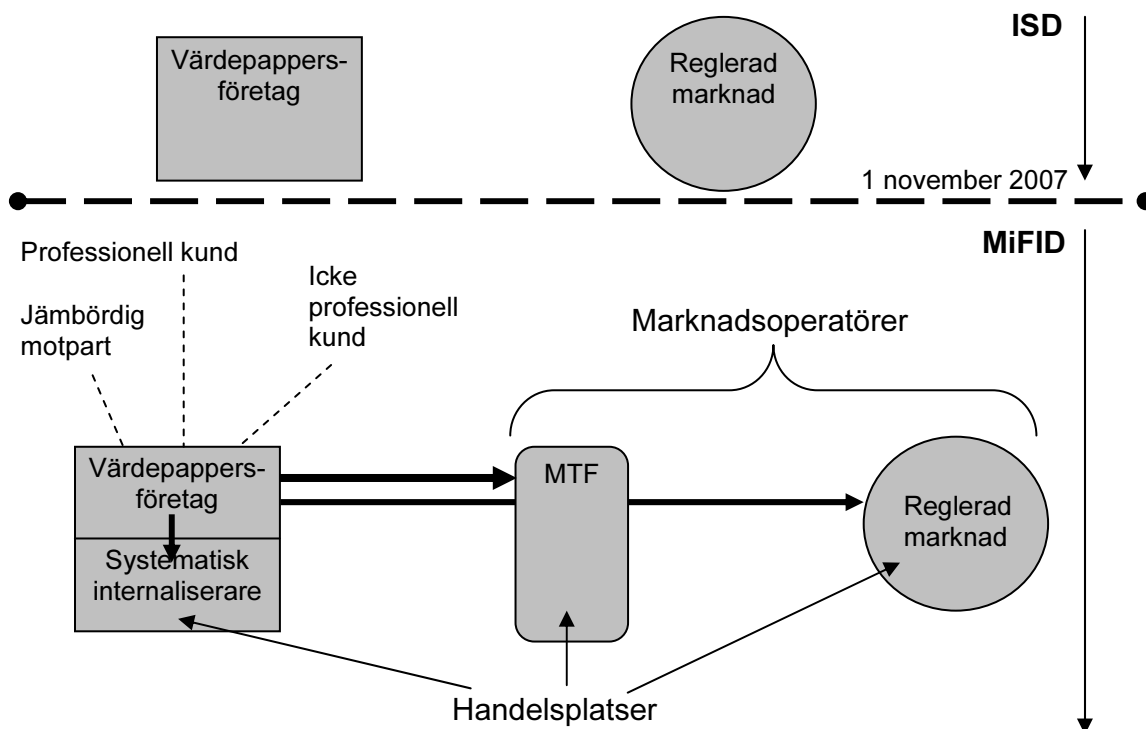
MiFID är ett nytt europeiskt regelverk för företag som driver värdepappersrörelse samt för börser och marknadsplatser. MiFID träder i kraft 1 november 2007. Det ersätter och utvidgar det hittills gällande Investment Services Directive (ISD). Avsikten är att stärka konkurrensen på den europeiska värdepappersmarknaden inom framför allt handelsledet av värdekedjan och samtidigt förbättra prisbildningen och göra denna mer transparent.

Tanken med MiFID är att reglerna för handeln med finansiella instrument i princip ska se likadan ut i hela EU. Ett syfte är att skapa konkurrens mellan olika sätt att handla, på en reglerad börs eller i andra typer av system. Reglerna innebär bland annat att ett värdepappersföretag ska, med tillstånd från hemlandets myndighet, kunna bedriva aktiehandel på alla börser i EU.

MiFID innehåller förslag på en rad viktiga områden såsom best execution (*bästa pris*) och nationellt centraliserad rapportering av transaktioner. Alla värdepappersföretag ska rapportera alla transaktioner till en utvald myndighet i respektive medlemsland. I Sverige är det

Finansinspektionen som valts ut att ta emot denna rapportering medan samtliga aktörer på den svenska marknaden måste bygga system för rapportering.

Två investeringstjänster som tidigare inte krävt tillstånd kommer att bli tillståndspliktiga; investeringsrådgivning och drift av s. k. multilateral handelsplattform (MTF eller ”Multilateral Trading Facility”). En MTF är ett handelssystem inom vilket deltagare sams emellan kan handla med aktier eller andra finansiella instrument, se även underbilaga 3b. Befintliga värdepappersföretag som tillhandahåller dessa investeringstjänster kommer att behöva ett särskilt huvudtillstånd för verksamheten.



Som en följd av MiFID kommer vissa värdepappersföretag att klassificeras som systematiska internhandlare (”Systematic Internalizer”). En systematisk internhandlare (eller internaliserare) är ett värdepappersföretag som på ett organiserat, frekvent och systematiskt sätt utför kundorder mot det egna handelslagret. För dessa värdepappersföretag kommer särskilda regler att gälla, bl.a. ska företaget offentliggöra priser för aktier i vilka företaget är systematisk internhandlare.

I och med MiFID införs regler om genomlysning före och efter handel (”pre-trade and post-trade transparency”). Dessa regler kommer att gälla för alla handelsplatser, således reglerade marknader, MTF:er och systematiska internhandlare. Genomlysningskravet före handel innebär att bolaget ska offentliggöra priser och volymer för det bud som lämnats. Genomlysningskravet efter handel innebär att bolaget har en skyldighet att offentliggöra priser och volymer avseende den genomförda transaktionen. Kraven gäller endast handeln med aktier.

MiFID syftar till att anpassa skyddsnivån för kunder utifrån vilken kategori av kunder de tillhör. Samtliga värdepappersföretag ska därför dela in sina kunder i professionella kunder resp. icke-professionella kunder. En del av de professionella kunderna kan sedan för vissa tjänster anses tillhöra underkategorin jämbördig motpart (kallas i den svenska översättningen

av direktivet ”godtagbar motpart” vilket är förvirrande). Av dessa kategorier anses jämbördig motpart vara den mest sofistikerade med lägst skyddsvärde medan en icke-professionell kund har högst skyddsvärde.

MTF, ungefär motsvarande ECN eller ATS i USA, är egentligen ingen nyhet för Europa, men detta begrepp har nu definierats från att tidigare ha ingått i alla de tjänster som ett värdepappersföretag kan välja att tillhandahålla.

Ett flertal initiativ kring MTFer pågår och avses att sjösättas snarast efter den 1 november 2007. Mest namnkunnigt är projekt ”Turquoise”, vilket är en MTF med de sju största investmentbankerna som initiativtagare. Enligt uppgift kontrollerar dessa sju banker ca 50 % av den europeiska handeln och om hela denna volym skulle flytta från de reglerade marknadsplatserna över till Turquoise skulle detta självfallet innebära en drastisk omvälvning för dagens börser.

Turquoise har avtalat med DTCC i New York om att DTCC ska tillhandahålla central motpartsclearing för samtliga affärer i Turquoise genom sitt europeiska dotterbolag EuroCCP. Samtidigt har man avtalat med Citibank om att de ska fungera som settlement agent mot resp CSD.

En väsentlig ambition i MiFID är att säkerställa vad som kallas ”pre- and post-trade transparency” d v s att priser görs publika såväl före som efter själva matchningen i handelssystemet. Detta krav gäller även för MTFerna. De sju bankerna bakom Turquoise utökade med ytterligare två banker initierade redan före projekt Turquoise projekt Boat².

Betydelsen av tillkomsten av MTFer ligger egentligen i kopplingen till de nya kraven på ”best execution” och ”price transparency”. En intermediär – särskilt den som tillhandahåller tjänster för de icke professionella kunderna – måste övertyga sig om att det inte finns bättre pris via en MTF än via den normala börserna. I detta beslut måste intermediären även väga in kostnaderna för post-trade.

MTFerna är dock beroende av att de mer traditionella reglerade marknadsplatserna fungerar och kommer sannolikt i första hand att innebära en prispress på dessa. För investeraren finns dock risken att de positiva effekterna av denna prispress försvinner genom en splittrad likviditet för handeln i en viss aktie. Resultatet blir i så fall att Europa har fått en mer komplicerad infrastruktur med bättre konkurrens men med lägre intjäning för de nationella börserna och man kan inte med säkerhet förvänta sig lägre kostnader för investeraren.

² BOAT is a consortium of nine leading investment banks: (ABN AMRO, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Merrill Lynch, Morgan Stanley and UBS) that was launched in September 2006 in order to create a central platform for the collection, collation, validation, storage and distribution of pre-and post trade information as required by investment firms operating off-exchange as allowed under MiFID. BOAT will offer the following: A pre- and post-trade reporting venue to meet MiFID requirements Monitoring and validation of contributed data

Storage of all quote and post-trade data for the regulatory period Distribution of trade data to banks and MDV's The BOAT service will be managed from the Markit's London offices and will be supported by Markit and **Cinnober**. The data centres will be located in London with connectivity being provided by BT Radianz and Colt; APIs are based upon the industry standard FIX protocol.

Code of Conduct

Om MiFID i första hand siktar in sig på handelsledet i värdekedjan, så fokuserar Code of Conduct for Clearing and Settlement (CoC) på post-trade ledet, d v s clearing och avveckling av affärerna. CoC har sitt ursprung från EU-kommissionens direktorat för Internal Markets and Services och kan sägas ha blivit en kompromiss mellan DG Internal Markets ambition att skapa ett motsvarande direktiv som MiFID men för post-trade och behovet av att snabbt komma till skott. Denna kompromiss har resulterat i en industriöverenskommelse ”dirigerad” av DG Internal Market.

Bakom CoC står således medlemmarna i de etablerade europeiska organisationerna för börser (FESE), clearinghus (EACH) och CSDer (ECSDA). CoC kan grovt sett sägas bestå av tre delar varav den första delen (implementerad 1 jan 2007) och den tredje delen (ska vara implementerad 1 jan 2008) hanterar transparens vad gäller priserna för de olika tjänsterna från clearinghus och CSDer resp. transparens vad gäller de verkliga underliggande kostnaderna för att producera dessa tjänster (unbundling). Avsikten med den senare delen är att omöjliggöra (eller åtminstone försvåra) korssubventionering mellan CSDens olika tjänsteområden.

Del två av CoC: Access and Interoperability, är implementerad den 1 juli 2007 och är den del av CoC som kan förväntas få störst inflytande på de europeiska strukturerna och på flödet av transaktioner från börser till clearinghus (CCPer; jfr avsnittet Marknadstruktur) och vidare till avveckling i CSD. Särskilt viktigt för Nordiskt vidkommande är de krav på access och tillgång till transaktionsflödet från börserna som utländska clearinghus och utländska CSDer kan komma att begära med stöd av CoC.

Inom Norden förekommer i dag inte central motpartsclearing (CCP clearing) av de vanliga aktieaffärerna (avista) med tre dagars avvecklingscykel utan dessa affärer går direkt till CSDn (VPC eller motsvarande) för avveckling. Sådan CCP clearing har under de senaste åren dock blivit regel i resten av Europa och man kan uppskatta att mer än 90 % av alla europeiska aktieaffärer i dag går till CCP clearing innan de går vidare till avveckling. I Norden har de större intermediärerna hittills ansett att denna funktionalitet har varit onödigt fördyrande eftersom marknaderna här har haft mycket god disciplin och hög avvecklingskvalitet.

Behovet av CCP clearing för vanliga aktieaffärer kanske kan diskuteras (det har dock alltid varit en självklarhet på derivatsidan med månadslånga exponeringar mellan parterna), men det faktum som i dag råder i Europa (och sedan länge även i USA) med att nästan alla affärer i aktier clearas har medfört att intermediärerna organiserat sina back-office och middle-office för att arbeta mot marknader med CCP och inte mot marknader utan CCP clearing. Fjärrmedlemmarna har dessutom sämre information om t ex risker för obestånd hos en lokal motpart än vad de inhemska intermediärerna har, vilket ytterligare understryker behovet av CCP clearing när andelen handel från fjärrmedlemmer ökar. Den dag närmar sig därför då anomaliteten hos de nordiska marknaderna med deras avsaknad av CCP clearing för avistahandeln skulle kunna bli en allvarlig hämsko för dessa marknader.

CoC avsnitt 2 (Access and Interoperability) är just sjösatt och den aktuella debatten indikerar att den inte i alla avseenden varit färdigtänkt. Särskilt frågan om rätten för ett konkurrerande clearinghus (eller en CSD) att få tillgång till transaktionsflödet på en viss marknad diskuteras just nu intensivt. En tolkning är att en viss marknad redan måste ha CCP clearing för att en annan CCP ska kunna begära tillgång till transaktionsflödet. Debatten har komplicerats ytterligare av att flera industriföreträdare i Europa tydligen inte har varit medvetna om att de nordiska marknaderna saknat CCP clearing för avistahandeln.

De nordiska aktiemarknaderna är här i en svår situation: *dels* måste man sannolikt införa CCP-clearing av aktie- och obligationshandeln eftersom detta förväntas av de mer och mer viktiga fjärrmedlemmarna med risk att de nordiska marknaderna annars marginaliseras; *dels* vill man avvakta med införandet av en CCP av risk för att andra CCPer med stöd av CoC då begär tillgång till transaktionsflödet³. Om transaktionsflödet från den lokala börserna flyttar till CCPer på andra marknader är steget litet att även flytta likviditeten i handeln.

T2S

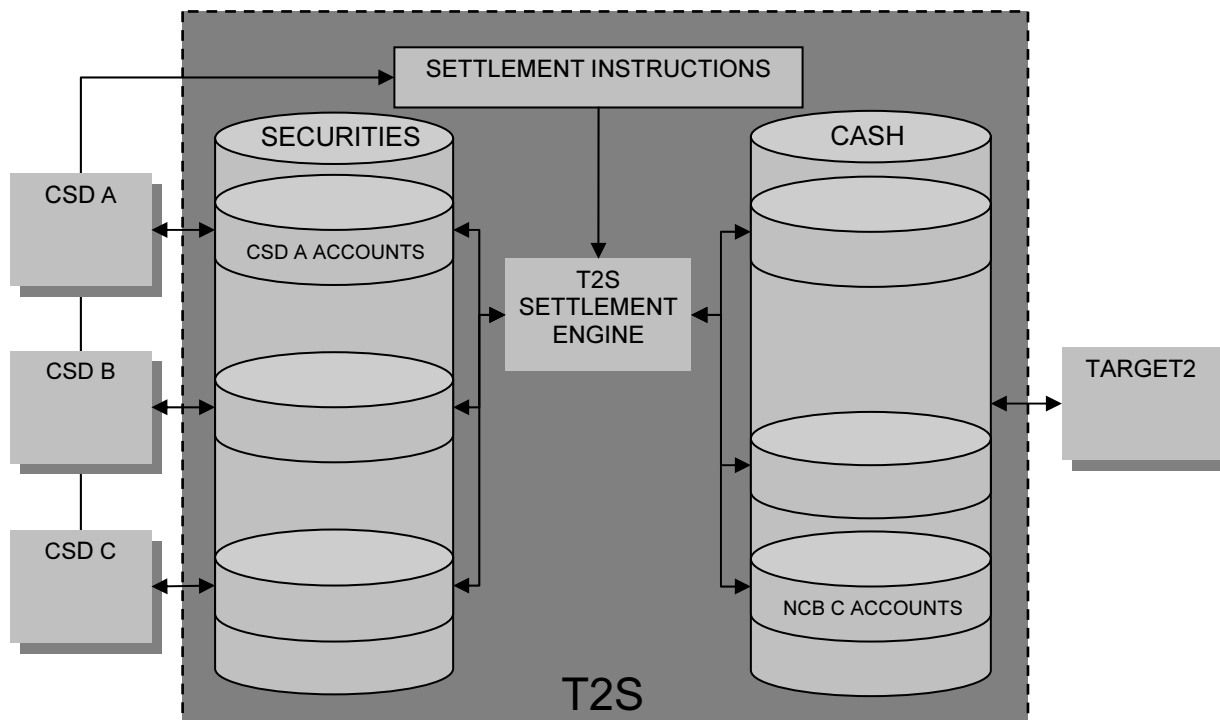
Sommaren 2006 offentliggjorde den Europeiska Centralbanken (ECB) ett initiativ att utreda möjligheten att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av alla avistaaffärer i ett och samma system och nära integrerat med avvecklingen av euro i det nya TARGET 2. Detta projekt kallades TARGET 2-Securities (T2S).

I motsats till alla andra initiativ för att skapa en bättre integrerad europeisk värdepappersmarknad vad gäller post-trade, såsom arbetet i Giovannini-gruppen⁴ med elimineringen av de 18 så kallade Giovannini-barriärerna; arbetet inom ESCB-CESR samt industriöverenskommelsen kring Code of Conduct, vilka samtliga kan beskrivas som smörjmedel för de befintliga infrastrukturerna, så är T2S ett förslag till en helt ny infrastruktur vilken möjliggör att affärer mellan säljare och köpare i olika länder inom Europa och med sina värdepapper i olika CSDer (cross-border affärer) kan hanteras (avvecklas) på identiskt samma sätt som domestika affärer där säljare och köpare direkt eller genom ombud måste mötas i hemmamarknadens CSD.

³ Europas ledande CCP, LCH.Clearnet, begärde den 9 augusti 2007 att få tillgång till "interoperability links" enligt CoC med såväl Eurex Clearing, vilka tillhandahåller CCP Clearing för Deutsche Börse, och Borsa Italiana's clearinghus för den italienska aktiehandeln.

⁴ The Giovannini Group is a group of financial-market participants, under the chairmanship of Alberto Giovannini, which advises the European Commission on financial market issues. The Group was formed in 1996 and has focused its work on identifying inefficiencies in EU financial markets and proposing practical solutions to improve market integration. The Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs provides the secretariat for the Group. Members of the Directorate-General for the Internal Market and of the European Central Bank (ECB) also participate in the Group's work.

The Group has produced four reports. The first report on the impact of the introduction of the euro on capital markets was published in July 1997. It is widely acknowledged as having been a major force in forging a common approach to the re-denomination of public debt into euro and in establishing common bond-market conventions for the euro-area. Since then, the Group has published reports on the EU repo market, on coordinated public debt issuance in the euro area, and a report on EU cross-border clearing and settlement arrangements.



Ett första beslut om att gå vidare med att ta fram User Requirements för T2S och att starta en omfattande konsultationsprocess togs av Governing Council inom ECB i mars 2007. Ett definitivt beslut om att utveckla T2S kan tas i början av 2008 och om så sker förväntas T2S gå i drift i början av 2013.

Redan flera år innan en eventuell drifttagning 2013 kommer i så fall T2S att medföra stor påverkan på de nationella värdepappersmarknaderna i Europa, dels i form av en harmonisering av lagar och regelverk för avveckling (settlement) av värdepappersaffärer och corporate events/actions, dels i form av en mer affärsmässig och konkurrentutsatt miljö för de lokala CSDerna (värdepapperscentralerna), vilka hittills har fungerat i en närmast monopol-liknande miljö.

Den harmonisering mellan marknaderna och den radikalt reducerade nätverkskostnaden för de europeiska intermediärerna som T2S skulle medföra, kan uppnås utan att i övrigt tvinga fram stora sammanslagningar mellan de nationella börserna (se även nedan). En emittent kan utan nackdel listas på sin hemmamarknad inom Europa och ändå handlas på flera börser och attrahera investerare från hela regionen.

Om T2S materialiserades skulle därmed större delen av USAs komparativa fördelar gentemot EU vad avser värdepappersmarknaden försvinna.

Framtiden för stora resp. små marknader och deras intressenter

Väl fungerande värdepappersmarknader, såsom de nordiska, medför en stor samhällsnytta på två olika sätt. Den fundamentala nyttan är dess roll i riskkapitalanskaffningen för stora och små företag och möjligheter för investerare, privata och institutionella, att få en över tiden god avkastning på sina investeringar med väl genomlysta risker. Den sekundära nyttan är att industrin i sig innebär ett väsentligt bidrag till sysselsättning och bruttonationalprodukt.

I viss mån finns här ett motsatsförhållande i det att eventuella ineffektiviteter i marknaden höjer kostnaderna för emittenterna och investerarna medan dessa ineffektiviteter ökar intäkterna för intermediärerna. Detta motsatsförhållande anses ibland medföra en hämsko på utvecklingen.

De nationella börserna har genomgående en mycket stor spännvidd mellan de största emittenterna/aktierna och de minsta, samt en varierande grad av utländskt ägande med oftast störst andel utländskt ägande i de stora bolagen, som har redovisats ovan. Detta innebär att risken är störst för mindre börser att förlora just sina tyngsta papper och detta bör vägas samman med t ex MiFID's och CoC's ambitioner att på flera sätt öka konkurrensen mellan marknaderna och mellan reglerade börser och andra typer av handelsplatser.

Till detta konkurrensscenario kommer de ständigt ökande kraven på lägre kostnader för värdepappershandeln och där är kostnaderna för intermediärernas befintliga nätverk vad gäller post-trade helt dominerande och en hämsko för de mindre mäklarna på de mindre marknaderna. Samtliga stora internationella mäklare har väl etablerade nätverk och rutiner för att handla, cleara och avveckla affärer på de stora börserna som London, Paris och Frankfurt. Detta innebär samtidigt att deras marginalkostnad för en ytterligare affär på dessa börser är mycket låg.

Globala företag som Ericsson och Nokia med mycket stor andel internationella investerare kan i princip handlas på vilken stor och erkänd börs som helst utan några större nackdelar för vare sig emittenten själv eller investerarna i aktien. Detta gäller dock inte för de kanske 95 % av alla aktier på en domestik börs vilka inte är kända utanför landets gränser och utanför språkområdet. Bland dessa företag finns morgondagens storföretag och tillväxtbolag med ett stort behov av en effektiv riskkapitalanskaffning.

Det är därför ur ett samhällsnyttoperspektiv orimligt att de nationella börserna skulle försvinna och gå upp i större börser, vilket ibland hävdas som den allenarådande lösningen. Däremot måste de mindre och medelstora börserna ständigt se om sitt hus och säkerställa att de är fortsatt attraktiva för emittenter och intermediärer. Om de inte gör det så är risken stor att de mest omsatta aktierna handlas alltmer på andra marknadsplatser och att de nationella börserna blir mer av en småbolags- och riskkapitalsbörs. Kostnaderna måste minskas t ex genom tekniskt och administrativt samarbete med andra börser såsom har skett genom OMX förvärv av totalt sju nordiska och baltiska börser. Dessa sju börser handlas dessutom på samma handelssystem som Oslo Börs (Norex-samarbetet⁵) trots att det rent legalt är fråga om åtta olika marknader med separat tillsyn, lagstiftning och dylikt.

Lika orimligt – eller åtminstone osannolikt – är det att de nationella CSDerna som VPC i Sverige; VP i Danmark eller APK i Finland skall försvinna. Denna del av infrastrukturen är ändå hårdare reglerad än själva handeln eftersom det här även är fråga om investerarens trygghet i ägandet, skattelagstiftning och transparens vad gäller ägandet med insynsmöjligheter för såväl emittenter som myndigheter och i viss mån allmänheten.

⁵ Norex-samarbetet började som ett system- och harmoniseringssamarbete mellan börserna i Köpenhamn och Stockholm. Samarbetet uppmuntrades av fjärmedlemmarna som därigenom till samma kostnad fick en större marknad att arbeta mot. När Oslo Börs senare beslutade sig för att ansluta sig annonserades detta redan två år innan den faktiska anslutningen. Trots detta fick Oslo Börs redan vid annonseringen ett flertal nya fjärmedlemmar efter att tidigare endast ha haft en fjärmedlem.

De delar av infrastrukturens värdekedja som rimligen och utan större nackdelar *kan* hanteras av en leverantör i ett annat land är främst central motpartsclearing (CCP) och avveckling av affärer (settlement). Dessa funktioner har inget direkt behov av kontakt med den lokala marknaden och dess lagstiftare, emittenter och investerare.

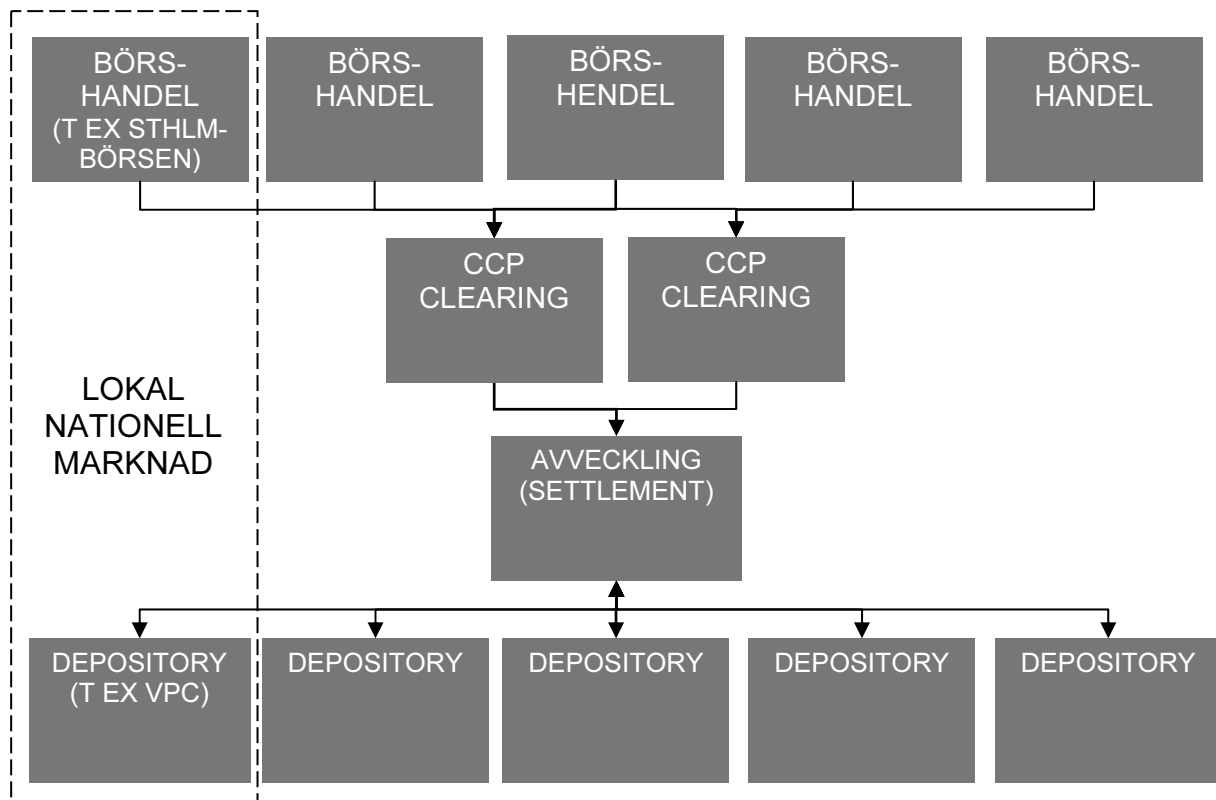
Som tidigare diskuterats har de nordiska värdepappersmarknaderna inte infört någon central motpartsclearing för avistahandeln i aktier och obligationer (med de komparativa nackdelar detta kan komma att medföra), medan samtliga stora marknader i Europa har denna funktionalitet. Vad gäller CCP clearing finns dock en stark tendens mot gränsöverskridande tillhandahållande av dessa tjänster.

Redan i dag finns det avsevärt färre clearinghus för aktier än vad det finns aktiemarknader. LCH.Clearnet tillhandahåller t ex clearing för samtliga Euronext's marknader samt för London-marknaden och detta vad avser såväl aktier som derivatprodukter. Samordningsvinsterna över gränserna och över produktkategorierna är stora vad gäller clearing eftersom det här inte bara gäller skalfördelar eller nätverksfördelar utan även den mycket viktiga effektiva användningen av deltagarnas säkerheter (collateral). Vi kan därför förvänta oss ett relativt litet antal clearinghus i Europa vilka då hanterar alla typer av produkter, inte bara avista och derivat, utan även t ex el-kontrakt och andra commodities.

På ett motsvarande sätt finns det stora synergivinster av en samordning av avveckling av värdepappersaffärer (settlement) över flera marknader. Särskilt gäller detta naturligtvis marknader inom ett och samma valutaområde, men även marknader från andra valutaområden har stora fördelar av en sådan samordning.

Medan MiFID och Code of Conduct är redan beslutade projekt, återstår det för ECB och marknaderna att fatta ett slutgiltigt beslut om T2S (början av 2008). De förväntade effekterna av ett sådant eventuellt beslut är dock så omvälvande att dessa effekter för de nordiska marknaderna bör analyseras redan nu.

Med användande av den grafiska symboliken från Fig. 1 skulle den tänkbara framtida makrostrukturen avseende värdekedjan för andrahandsaffärer på de europeiska värdepappersmarknaderna schematiskt kunna illustreras på följande sätt:



Således kan man förvänta sig att alla nationella marknader med egen lagstiftning, egen kultur, eget språk och kanske även egen valuta har (minst) en börs samt en CSD (värdepapperscentral). Dessutom kommer det att finnas ett antal så kallade MTFs och andra konkurrerande handelsplatser. Totalt sett fler handelsplatser än i dag. Vad gäller clearinghus för central motpartsclearing kommer vi sannolikt att se ett fåtal sådana i Europa, kanske endast ett clearinghus. Om T2S förverkligas kommer dock all avveckling av avistahandeln – inte bara mot euro utan även mot andra EU-valutor – att ske i ett och samma system.

Panuropeisk settlement

Vad betyder då ett sådant scenario med en paneuropeisk settlementfunktion för påverkan på samhällsnyttan av de finansiella marknaderna inom de deltagande nationerna?

För **emittenterna** betyder detta scenario att de kan "stanna hemma" på sin hemmamarknad och ändå få all den exponering mot en större marknad de kan önska. Det eventuella behovet för en stor emittent av "blue chips" att flytta primärhandeln till en större marknad minskar eftersom intermediärernas kostnad för att ansluta till olika börser är närmast försumbar i jämförelse med kostnaderna för att ansluta sig till clearing och settlement. Likviditeten i aktien blir då ensam styrande och kombinationen av hemmamarknadens fördelar och enkelheten för fjärrmedlemmar att handla på denna marknad blir avgörande för var denna likviditet hamnar.

De mindre emittenterna – för vilka en flytt till en annan marknad är hemmamarknaden är mindre aktuell – drar nytta av den fortsatt goda totala likviditeten på hemmamarknaden.

För **investerarna** öppnas en total marknad omfattande hela Europa och till kostnader som blir jämförbara med att investera enbart på deras hemmamarknad.

För **intermediärerna** innebär detta scenario såväl fördelar som nackdelar beroende på deras tidigare verksamhet. Den mindre mäklaren vilken tidigare arbetat mot sin hemmamarknad och ett fåtal andra marknader inom Europa, får utan större investeringar tillgång till en avsevärt större ”hemmamarknad”. Den större mäklaren, vilken redan tidigare tillhandahållit tjänster i form av köp och sälj inom hela Europa, får lägre kostnader genom att subcustodian-ledet i flera fall försvinner.

Rollerna för custodians i Europa kommer att omdefinieras. Lokala **subcustodians** mot en enda marknad är de aktörer som kommer att förlora på en sådan utveckling eftersom deras tjänster inte behövs för handel inom Europa. Samtidigt kommer vissa av dagens subcustodians att utvidga sina tjänster till att omfatta inte bara en marknad utan hela EU-området marknader.

Fortsatt lokal settlement

I det andra scenariot med en fortsatt lokal settlementfunktionalitet i resp. marknad, vidmakthålls en hög kostnadsnivå för post-trade. Därmed ökar riskerna för de mindre marknaderna drastiskt. Den tekniska utvecklingen hos mäklarna och börserna med bland annat ökande ”program trading” i de större aktierna kommer att gynna de största marknadsplatsernas omsättningshastighet, minska spreadarna och därmed locka över såväl investerare som de större emittenterna.

De mindre emittenterna på de mindre marknaderna med en begränsad massmedial exponering utanför sin hemmamarknad, kommer att få se ökade kostnader för sin riskkapitalanskaffning.

Sammanfattning av makroförändringarnas effekter

De finansiella marknaderna i Europa och särskilt då infrastrukturen för värdepappershandeln, står inför de mest omvälvande förändringarna någonsin.

De traditionella börserna är de i första hand direkt utsatta. Tillkomsten genom MiFID av ”kanibaliserande” MTFer och även ökande internhandel hos de större intermediärerna kommer att utsätta dessa börser för prispress och behov av kostnadsjakt.

Code of Conduct kommer att öka konkurrensen från de större marknadsplatserna gentemot de mindre genom en mer sammankopplad infrastruktur vad gäller clearing och settlement med ökad valfrihet för intermediärerna. Möjligheten för en marknadsplats att skydda sig genom lokala ”silos”⁶ för värdekedjan försvinner.

Den mest allvarliga effekten av detta är dock inte för infrastrukturen i sig själv, utan för samhället om den lokala infrastrukturen blir ineffektiv eller till och med försvinner. Möjligheterna till effektiv anskaffning av riskkapital för de mindre och medelstora företagen och möjligheterna för investerarna till väl genomlysta investeringar kan bli de mest allvarliga effekterna.

⁶ De ”vertikala integrationsambitionerna” i marknader som den tyska (Deutsche Börse Group) och den italienska (Gruppo Borsa Italiana) håller allmänt på att överges till förmån för den ”horisontella integrationen” (samarbete mellan företag på samma nivå i värdekedjan). Code of Conduct verkar starkt för att den vertikala integrationen i form av ”silos” ska överges.

För de mindre och medelstora företagen och för många investerare är tillgången till en lokal börs och en lokal värdepapperscentral (CSD) mycket viktig. Att slå samman börser kan verka attraktivt för de största aktierna, men tjänar inte den breda massan av instrument. Den enda lösningen på denna konflikt verkar vara att som OMX och Euronext samla flera lokala börser under en gemensam infrastruktur men behålla deras nationella förankringar och service.

Inför 2008 och framåt befinner sig de mindre börserna i en allvarlig situation och får svårare att tjäna sin marknad på ett effektivt sätt. Även om inte MiFID-baserade initiativ som Turquoise och andra tar så stora andelar av likviditeten som kan befaras, så kommer de definitivt att tvinga fram prissänkningar på de lokala börsernas tjänster.

Även om Code of Conduct är ett relativt ”urvattnat” initiativ i förhållande till vad som från början eftersträvades och vissa frågor vad gäller interoperability fortfarande inte är utredda, så är ändå risken för de mindre marknadsplatserna att förlora likviditet i de mest attraktiva papperen mycket stor. Intermediärerna flyttar då över sitt fokus på de dominerande börserna och de små börsernas attraktivitet minskar ytterligare.

För nordiskt vidkommande tillkommer ytterligare en svaghet som måste åtgärdas, nämligen avsaknaden av CCP clearing för avistamarknaderna. Behovet att åtgärda detta ligger inom samma tidsram som behoven av motdrag mot de negativa effekterna av MiFID och Code of Conduct.

Initiativet från Europeiska Centralbanken kring TARGET 2-Securities kan vända denna negativa trend, särskilt för de små och medelstora marknaderna, men med väsentliga dynamiska effekter för hela Europas finansmarknad.

OMX utveckling 2008-2013 i ett stand-alone scenario

Inom detta scenario förutsättes att OMX' verksamhet fortsätter med den strategi som gällt under de senaste åren. Scenariot inrymmer således sådana initiativ som fortsatta ansträngningar att inlemma Oslo Börs i OMX-familjen; fortsatta ansträngningar att växa utanför Norden och Baltikum, såsom med börserna i Armenien och Slovenien; bevakning av privatiseringsviljan i Polen vad gäller Warsaw Stock Exchange (där OMX i dagarna fått en order på ett Early Start Agreement för ett nytt handelssystem, väl medvetna om att teknikavtal ofta leder vidare till samarbetsavtal).

Gemensamt för dessa strategier och detta scenario är att de (förutom Armenien) är europeiska samarbeten och förvärv och att de därför samtliga är påverkade av de konvergerande ambitionerna bakom MiFID, Code of Conduct och T2S med flera initiativ såsom Giovannini-gruppens arbete och ESCB-CESR.

OMX' teknologiverksamhet

Redan vid starten av OM's derivathandel i det första elektroniska handelssystemet CLICK 1991, etablerades en utåtriktad teknologiverksamhet genom att detta system tillsammans med systemet för clearing, SECUR, såldes till börserna i Wien.

Vid samgåendet med Stockholms Fondbörs 1998 kom det av fondbörsen nyutvecklade systemet för aktiehandel SAXESS in i familjen av system.

Dessa tre system har sedan vidareutvecklats, men utgör i princip fortfarande basen i OMX' teknologiverksamhet såväl vad avser systemförsäljning som försäljning av drifttjänster.

I samband med försäljningen av ett system till Sydney Futures Exchange 2001 påbörjades utvecklingen av ett generellt system för CSDer (värdepapperscentraler) kallat EXIGO. Därmed var det för OMX möjligt att uppfylla följande strategimål:

OMX' strategi är att utveckla och leverera system och lösningar för hela transaktionskedjan, från börs, clearingorganisation och värdepapperscentral till marknadsaktör. Det är en helt unik strategi att ha kunskap som omfattar alla delar av transaktionskedjan, och den förstärks av att vi äger och driver börser samtidigt som vi utvecklar system och lösningar för dessa marknadsplatser.

Genom olika förvärv har antalet systemerbjudanden under åren utökats. I familjen ingår nu även CONDICO, HORIZON, EXTREME, EQUATOR med flera och systemfloran är minst sagt vildvuxen. Problemet är att det är mycket svårt att få en viss kund att överge det system kunden är van att arbeta med. Kunden efterfrågar i stället successiva förbättringar.

Förvärvet av teknologiverksamheten från Computershare i Australien 2006 medförde att OMX i sin portfölj fick in handels- och CSDsystem med starkt fokus på mindre kunder i mindre utvecklade marknader. Bland dessa finns många av de marknader som även ingår i Borse Dubais intressesfär.

Den vildvuxna floran av system, särskilt börshandelssystem, har tvingat fram en stor satsning på en ny familj, kallad GENIUM.

OMX' teknologiverksamhet har sedan starten haft en dålig lönsamhet. Den har dock varit ett viktigt stöd för OMX i genomförandet av sin strategi på börshandelsområdet med förvärv av börser i Norden och Baltikum. Under förutsättning av en positiv resultatutveckling för denna verksamhet (2007 förväntas en marginal på 8 %) så är den i ett stand-alone scenario sannolikt en odiskutabel del av ett framtida OMX. En framgångsfaktor har varit att man besitter en kompetent personal och har tillgång till strukturkapital som är generisk och går att använda på fler marknader än den lokala. Även om OMX' verksamhet inom OMX Technology inte står ut som en särskilt lönande verksamhet i sig, så har den givit OMX en möjlighet att genom eget inflytande utveckla infrastrukturen så att den stödjer expansionen.

OMX' verksamhet som operatör av infrastruktur för marknader

Den för Stockholmsbörsen ovanligt höga omsättningshastigheten under senare tid kan inte förväntas bestå. Tvärtom är det troligt att redan under 2008 effekterna av MiFID kommer att synas på omsättningen, eventuellt förstärkt av en allmän konjunkturedgång.

På sina viktigaste marknader: Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn, har OMX inte kontroll över efterhandsmarknaden (post-trade). Avsaknaden av harmonisering av clearing- och avvecklingsfunktionen inom Norden utgör en stor risk för OMX i sin relation till de mycket viktiga fjärrmedlemmarna. Noteras bör att såväl NYSE som NASDAQ och andra marknadsplatser i USA har ett och samma clearing- och avvecklingssystem sedan drygt 30 år (DTCC). Denna gemensamma post-trade har varit det fundamentala faktumet bakom utvecklingen i USA.

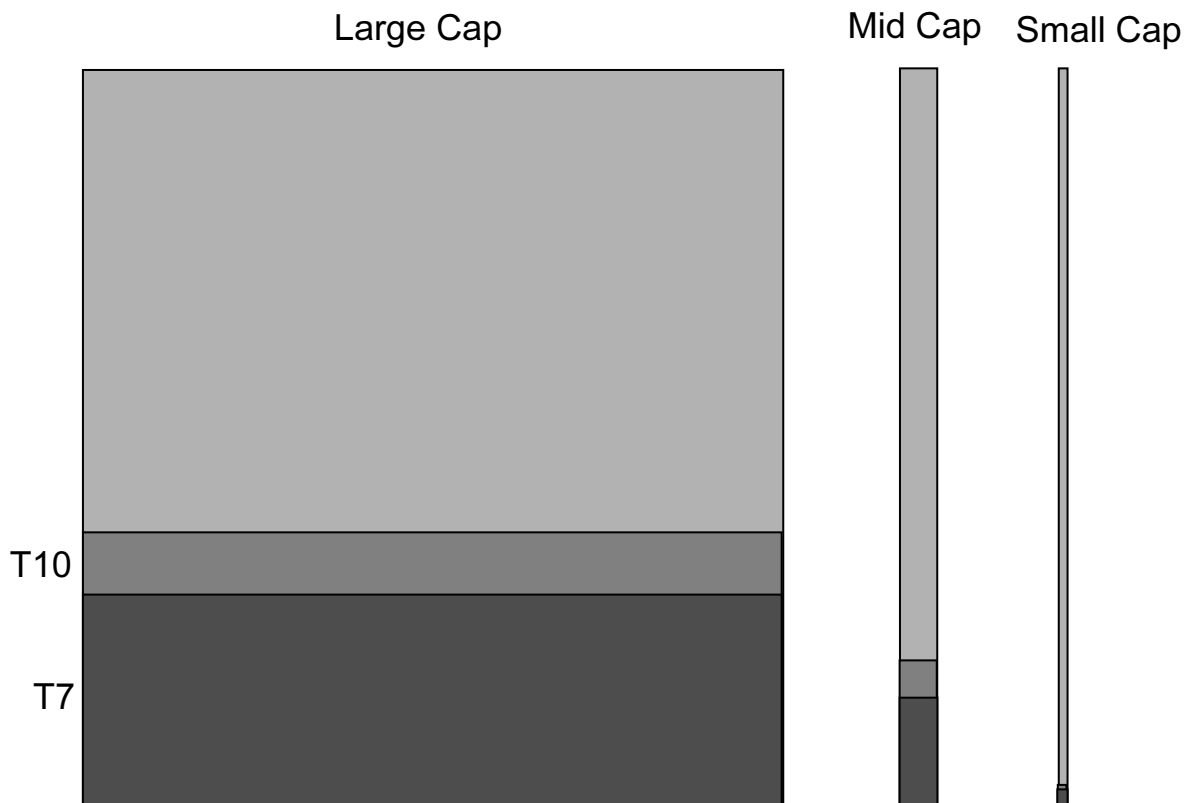
London Stock Exchange och börserna inom Euronext (Paris, Bryssel och Amsterdam) har en gemensam clearingfunktionalitet i form av LCH.Clearnet. Även om OMX sju börser handlas på samma handelssystem som Oslo Börs, så har de i övrigt inget gemensamt. Inom Norden finns ingen CCP clearing av avistaaffärer. Dessa åtta marknader har åtta olika CSDer (värdepapperscentraler); åtta valutor; åtta tillsynsmyndigheter; åtta lagstiftare o s v.

I underbilaga 3a framgår omfattningen av handeln på OMX nordiska börser (S för Stockholm, H för Helsinki, C för Köpenhamn och I för Island) under januari – augusti 2007 fördelat på de olika intermediärerna och uppdelat på de tre marknadssegmenten Large Cap; Mid Cap resp. Small Cap. Under denna period av åtta månader omsattes totalt på följande marknadssegment:

Large Cap	1 691 miljarder euro	51 miljoner affärer	33 300 euro/affär
Mid Cap	79 miljarder euro	7 miljoner affärer	11 700 euro/affär
Small Cap	17 miljarder euro	3 miljoner affärer	5 300 euro/affär

I bilagorna är inom resp. segment medlemsföretagen sorterade efter den andel av den totala handeln som de stått för. De två sista kolumnerna markerar med x i första kolumnen att denna bank är en av de sju initiativtagarna bakom projekt Turquoise. Med ett x i den högra kolumnen markeras ytterligare tre stora remote members (Lehman Brothers; Societe General och Credit Agricole), vilka dock (ännu) inte ingår i projektet. Turquoisegruppen kallas i det fortsatta T7 och den utökade gruppen T10.

På Large Cap står T7 för 29 % av den totala omsättningen och T10 för 38 %. På Mid Cap står T7 för 15 % av omsättningen och T10 för 20 %. På Small Cap står T7 för 2,5 % av den totala omsättningen och T10 för 3,2 %.



Ovanstående graf ger en kvantitativt korrekt bild över hur omsättningen på OMX Nordic Exchanges under perioden januari – augusti 2007 fördelar sig över de tre marknadssegmenten Large, Mid resp. Small Cap samt hur stor andel som grupperingarna T7 resp T10 har inom resp. segment.

För en mer informativ bild borde Large Cap delas upp i de ”blue chips” som t ex ingår i MSCI World Index eftersom just dessa aktier med stor sannolikhet har en ännu tyngre betydelse för T7 eller T10 och därmed är utsatta för större risk att likviditeten flyttar från resp. hemmamarknad till andra börser eller MTFer. [Denna detaljinformation nedbruten på resp. aktie och resp. medlem har ej gått att få fram]

Stor risk föreligger därför att en väsentlig del av omsättningen i flera viktiga aktier på Large Cap segmentet kommer att flytta ut till andra större europeiska börser och till nystartade MTFer som Turquoise. Det enda medlet att försöka bromsa denna utveckling blir i så fall med sänkta priser, vilket försämrar resultatet för börsverksamheten. Tyvärr är prisverktyget dessutom ganska trubbigt eftersom den största delen av de fjärran intermediärernas kostnader är att hänföra till post-trade och särskilt då kostnaderna för att upprätthålla kontakterna med marginella marknader när alternativ finns på för dessa intermediärer närmare håll.

OMX kommer säkert att göra sitt yttersta för att med smärre förbättringar i system och regelverk bibehålla den nuvarande handeln och kanske även utsträcka sfären till marknader som Oslo och Warszawa, men stand-alone scenariot kommer att innebära sänkta vinster för börssidan av verksamheten.

Är detta då allvarligt ur samhällets perspektiv? Påverkar det riskkapitalanskaffningen eller de inhemska investerarnas möjlighet till väl genomlysta investeringar? Påverkar det sysselsättningen inom finansindustrin i Stockholm och i övriga nordiska huvudstäder?

Börsverksamheten inom OMX hade enligt årsredovisningarna en rörelsemarginal på 46 % 2005 och 53 % 2006. Med den fortsatt kraftiga omsättningsökningen på börserna kan det antas att OMX Nordic Exchanges för närvarande opererar med en marginal på ca 60 %. Om i ett ytterlighetsscenario hela T10-gruppens handel på samtliga tre segment om ca 36 % skulle försvinna och inga kostnadsänkningar genomfördes, samtidigt som ”market cap” minskar med 10 % på grund av en allmän börsnedgång och därmed automatiskt omsättningen, skulle marginalen för börsverksamheten – allt annat lika – fortfarande vara ca 28.

Även om en sådan utveckling självfallet vore ytterst allvarlig för ägarna till OMX och därmed för staten med OMX sedd som en investering, så är det inte givet att utvecklingen är lika allvarlig ur ett samhällsnyttoperspektiv.

Emittenterna har i detta scenario fortfarande tillgång till väl fungerande marknader för sin riskkapitalanskaffning. Om integrationen av post-trade inom Europa fortsätter som väntat med heltäckande CCP-clearing av aktieaffärer och en pan-europeisk settlementfunktionalitet, kan emittenterna lugnt lista sig på sin hemmamarknad och ändå få en vidsträckt exponering.

Investerarna har tillgång till samma utbud av investeringsobjekt som tidigare. Det finns ingen anledning att sluta handla t ex Ericsson eller Nokia på sina hemmabörser bara för att en del av likviditeten flyttat iväg. Dessa stora aktier har dessutom en så stor omsättning att de tål en viss splittring av likviditeten. Aktierna på ”nedre delen” av Large Cap samt på Mid Cap och Small

Cap kommer inte att påverkas om inte ägaren till börserna försöker kompensera omsättningsminskningen med förhöjda priser.

De lokala och regionala *intermediärerna* arbetar mot sina lokala och regionala kunder och påverkas i mindre utsträckning. De internationella intermediärerna har sannolikt redan sina handelsbord i London, New York eller i andra finanscentra utanför Norden. Att flera av dessa har relativt stort antal anställda i t ex Stockholm kan nog främst hänföras till verksamhet inom corporate finance och borde inte påverkas.

Inte heller finns det anledning att *teknologiverksamheten inom OMX* påverkas av en sådan negativ utveckling för börshandeln – annat än indirekt via ökade krav på kostnadsanpassning. Sett med samhällets ögon förtjänar det att påpekas att det i Stockholm finns en ”avknoppning” från OMX’ teknologiverksamhet i form av Cinnober som utvecklar handelssystem. Cinnober har ca 100 anställda.

I ett stand-alone scenario som utvecklas på ett negativt sätt efter MiFID (med flera andra förändringar under den närmaste tiden) är risken för samhället snarast att ägarna, styrelsen och ledningen för OMX får svårighet att anpassa sig efter den nya verkligheten och att ur samhällets synvinkel olyckliga beslut kommer att fattas. Det kan gälla drastiska nedskärningar, utökad outsourcing av verksamhet till Indien eller verklig sammanslagning av börser så att den lokala förankringen försämras.

En sådan utveckling skulle även negativt påverka OMX’ förmåga att attrahera och behålla personal kunniga inom värdepapper och IT.

UNDERBILAGA 3a

OMX Exchanges - Large Cap

Member	Sign	January 2007 - August 2007					
		Turnover			Trades		
		EUR	%	No	%		
Skandinaviska Enskilda Banken AB	ENS	HCS	115 780 534 667	6,84	2 754 924	5,43	
Morgan Stanley & Co. International Ltd.	MSI	HCS	110 761 136 447	6,55	3 891 579	7,67	X
Glitnir banki hf.	GLB	HCSI	87 345 766 785	5,16	2 727 978	5,37	
Goldman Sachs International	GSI	HS	80 626 520 502	4,77	1 598 263	3,15	X
Svenska Handelsbanken AB	SHB	HCSI	78 409 401 564	4,63	1 809 743	3,57	
Merrill Lynch International	MLI	HCS	75 039 958 230	4,44	1 924 683	3,79	X
Carnegie Investment Bank AB	CAR	HS	66 754 806 437	3,95	1 257 434	2,48	
Lehman Brothers International	LBI	HCS	66 515 342 100	3,93	3 603 548	7,10	X
Deutsche Bank AG	DBL	HCSI	58 336 664 863	3,45	2 102 906	4,14	X
Credit Suisse Securities (Europe) Ltd	CSB	HCS	57 086 456 803	3,37	2 224 655	4,38	X
UBS Limited	UBS	HCS	56 669 975 596	3,35	1 655 291	3,26	X
Danske Bank A/S	DDB	HCS	51 838 528 568	3,06	1 517 656	2,99	
Citigroup Global Markets Limited	SAB	HS	47 853 721 567	2,83	998 540	1,97	X
Société Générale S.A.	SGP	HCS	43 807 898 494	2,59	1 381 529	2,72	X
Swedbank AB	SWB	HCSI	38 448 641 298	2,27	1 034 064	2,04	
Crédit Agricole Cheuvreux Nordic AB	CDV	HCS	37 900 454 178	2,24	1 099 666	2,17	X
E*Trade Sverige AB	ETS	HS	37 712 987 035	2,23	1 195 057	2,35	
NeoNet Securities AB	NEO	HCS	37 657 161 787	2,23	1 143 657	2,25	
ABG Sundal Collier AB	ABC	HCS	37 074 966 164	2,19	655 576	1,29	
Evli Bank Abp	EVL	HS	35 942 447 413	2,12	741 202	1,46	
Nordnet Bank AB	NON	HCS	23 212 133 051	1,37	1 736 429	3,42	
Kaupthing Bank Sverige AB	KAB	HS	21 762 398 591	1,29	674 283	1,33	
HQ Bankaktiebolag	HQB	HCS	21 332 849 358	1,26	555 003	1,09	
Bankaktiebolaget Avanza	AVA	HCS	21 280 395 925	1,26	1 565 410	3,08	
Öhman J:or Fondkommission AB, E.	OHM	HCS	19 783 609 607	1,17	339 202	0,67	
Nordea Bank AB (publ)	NDS	CSI	17 976 288 104	1,06	616 954	1,22	
Dresdner Kleinwort Securities Limited	DRS	HCS	17 186 878 258	1,02	187 141	0,37	
Nordea Bank Finland Plc	NRD	HS	16 653 489 209	0,98	731 776	1,44	
FIM Securities Ltd	FIM	HCS	16 229 472 363	0,96	447 964	0,88	
eQ Pankki Oyj	EQB	HS	15 555 111 213	0,92	478 591	0,94	
JP Morgan Securities Ltd	JPM	HCSI	15 545 274 645	0,92	398 810	0,79	
Nordea Bank Danmark A/S	NDA	CSI	14 695 740 926	0,87	562 485	1,11	
BNP Paribas Arbitrage SNC	BPP	HCS	13 940 974 701	0,82	499 382	0,98	
OKO Pankki Oyj	OPS	HS	12 454 531 304	0,74	522 478	1,03	
Kaupthing Bank Oyj	KFI	H	12 431 561 908	0,73	204 165	0,40	
Danske Bank A/S Helsinki Branch	MDT	HS	11 629 904 172	0,69	403 051	0,79	
Reporting Members	ZZZ	C	10 992 640 758	0,65	322 212	0,63	
Landsbanki Íslands hf.	LAI	HCSI	10 936 500 285	0,65	19 925	0,04	
ABN AMRO Bank N.V., London Branch	ABN	HCS	10 875 641 343	0,64	197 259	0,39	
Bear, Stearns International Ltd	BSI	HCS	10 856 448 238	0,64	183 591	0,36	
Erik Penser Fondkommission AB	EPF	HCS	10 651 893 361	0,63	221 763	0,44	
Optiver VOF	OPV	HS	9 815 182 199	0,58	148 701	0,29	
Instinet Europe Limited	INT	HCS	9 579 078 239	0,57	396 511	0,78	
Carnegie Bank A/S	CBA	C	9 424 788 661	0,56	196 880	0,39	
Kaupping banki hf.	KAU	CI	8 923 665 421	0,53	31 049	0,06	
HSBC Bank plc	HBC	HCS	7 677 530 328	0,45	41 064	0,08	
Sydbank A/S	SYD	HCS	6 355 138 474	0,38	284 271	0,56	
Barclays Capital Securities Limited Plc	BRC	H	6 091 519 704	0,36	349 203	0,69	
Pan Capital AB	PAN	HCS	5 734 720 497	0,34	127 433	0,25	
ABN Amro Bank N.V., Stockholm Branch	ABE	S	5 318 616 894	0,31	100 645	0,20	

OMX Exchanges - Mid Cap

				January 2007 - August 2007			
Member	Sign	Turnover		Trades			
		EUR	%	No	%		
Skandinaviska Enskilda Banken AB	ENS	HCS	8 187 765 846	10,38	486 591	7,21	
Svenska Handelsbanken AB	SHB	HCSI	5 298 707 718	6,72	315 523	4,67	
Carnegie Investment Bank AB	CAR	HS	4 716 561 782	5,98	174 489	2,58	
Danske Bank A/S	DDB	HCS	3 376 752 112	4,28	248 083	3,67	
Morgan Stanley & Co. International Ltd.	MSI	HCS	2 816 724 190	3,57	443 090	6,56	X
Glitnir banki hf.	GLB	HCSI	2 764 022 016	3,50	279 875	4,14	
Reporting Members	ZZZ	CI	2 579 242 652	3,27	136 528	2,02	
Nordnet Bank AB	NON	HCS	2 567 058 053	3,25	457 050	6,77	
Goldman Sachs International	GSI	HS	2 451 225 691	3,11	120 744	1,79	X
Lehman Brothers International	LBI	HCS	2 404 287 702	3,05	338 623	5,01	X
Bankaktiebolaget Avanza	AVA	HCS	2 326 736 554	2,95	471 291	6,98	
Nordea Bank Danmark A/S	NDA	CSI	1 932 327 628	2,45	147 841	2,19	
FIM Securities Ltd	FIM	HCS	1 871 439 604	2,37	77 303	1,14	
Deutsche Bank AG	DBL	HCSI	1 799 362 629	2,28	241 831	3,58	X
Merrill Lynch International	MLI	HCS	1 641 919 801	2,08	169 746	2,51	X
ABG Sundal Collier AB	ABC	HCS	1 508 795 865	1,91	54 119	0,80	
Nordea Bank AB (publ)	NDS	CSI	1 423 678 564	1,81	133 631	1,98	
Nordea Bank Finland Plc	NRD	HS	1 329 585 558	1,69	145 617	2,16	
UBS Limited	UBS	HCS	1 282 009 012	1,63	122 725	1,82	X
HQ Bankaktiebolag	HQB	HCS	1 244 114 720	1,58	74 350	1,10	
OKO Pankki Oyj	OPS	HS	1 228 035 768	1,56	110 744	1,64	
Swedbank AB	SWB	HCSI	1 208 136 400	1,53	172 694	2,56	
Carnegie Bank A/S	CBA	C	1 178 845 625	1,49	35 285	0,52	
Crédit Agricole Cheuvreux Nordic AB	CDV	HCS	1 138 071 240	1,44	92 153	1,36	X
E*Trade Sverige AB	ETS	HS	1 127 554 493	1,43	144 625	2,14	
NeoNet Securities AB	NEO	HCS	1 127 332 369	1,43	109 077	1,62	
Öhman J:or Fondkommission AB, E.	OHM	HCS	1 108 851 729	1,41	34 546	0,51	
Credit Suisse Securities (Europe) Ltd	CSB	HCS	1 092 146 311	1,38	146 186	2,16	X
Kaupthing Bank Sverige AB	KAB	HS	1 021 618 236	1,30	65 499	0,97	
E*Trade Bank Danmark A/S	DIF	C	998 985 187	1,27	118 215	1,75	
Danske Bank A/S Helsinki Branch	MDT	HS	943 131 682	1,20	56 886	0,84	
Jyske Bank A/S	JYB	CS	894 461 293	1,13	50 307	0,74	
Evli Bank Abp	EVL	HS	890 303 494	1,13	35 806	0,53	
eQ Pankki Oyj	EQB	HS	745 837 771	0,95	109 783	1,63	
Kaupping banki hf.	KAU	CI	709 924 998	0,90	4 109	0,06	
Svenska Handelsbanken (filial)	SVB	C	660 864 575	0,84	40 478	0,60	
Sydbank A/S	SYD	HCS	585 201 589	0,74	56 545	0,84	
Kaupthing Bank Oyj	KFI	H	535 671 205	0,68	23 128	0,34	
Citigroup Global Markets Limited	SAB	HS	508 419 022	0,64	46 292	0,69	X
Amagerbanken A/S	AMA	CS	447 134 153	0,57	54 149	0,80	
Landsbanki Íslands hf.	LAI	HCSI	434 676 524	0,55	7 117	0,11	
Erik Penser Fondkommission AB	EPF	HCS	339 860 247	0,43	29 268	0,43	
Bear, Stearns International Ltd	BSI	HCS	326 870 091	0,41	14 286	0,21	
Société Générale S.A.	SGP	HCS	323 486 055	0,41	43 514	0,64	X
Instinet Europe Limited	INT	HCS	321 534 796	0,41	27 981	0,41	
Forstædernes Bank A/S	FFF	C	320 716 070	0,41	22 285	0,33	
ABN Amro Bank N.V., Stockholm Branch	ABE	S	299 080 138	0,38	12 264	0,18	
Fionia Bank A/S	FIO	C	283 296 884	0,36	33 498	0,50	
FIH Erhvervsbank A/S	FIH	C	281 662 925	0,36	8 080	0,12	
ABN AMRO Bank N.V., Helsinki Branch	ABF	H	271 561 209	0,34	10 768	0,16	

OMX Exchanges - Small Cap
January 2007 - August 2007

Member	Sign		Turnover		Trades	
			EUR	%	No	%
Nordnet Bank AB	NON	HCS	1 515 720 319	9,05	500 274	15,76
Bankaktiebolaget Avanza	AVA	HCS	1 333 761 580	7,96	447 585	14,10
Svenska Handelsbanken AB	SHB	HCSI	1 070 760 144	6,39	149 117	4,70
Skandinaviska Enskilda Banken AB	ENS	HCS	1 036 070 523	6,18	161 073	5,07
Danske Bank A/S	DDB	HCS	806 942 443	4,82	122 819	3,87
Reporting Members	ZZZ	CI	792 653 907	4,73	83 851	2,64
eQ Pankki Oyj	EQB	HS	768 728 233	4,59	98 606	3,11
Glitnir banki hf.	GLB	HCSI	582 085 679	3,47	180 602	5,69
E*Trade Sverige AB	ETS	HS	554 300 158	3,31	140 961	4,44
Swedbank AB	SWB	HCSI	554 092 225	3,31	160 559	5,06
Evli Bank Abp	EVL	HS	552 174 742	3,30	12 479	0,39
Nordea Bank Danmark A/S	NDA	CSI	491 116 001	2,93	74 089	2,33
Nordea Bank Finland Plc	NRD	HS	427 122 381	2,55	86 107	2,71
E*Trade Bank Danmark A/S	DIF	C	377 489 951	2,25	78 987	2,49
Carnegie Investment Bank AB	CAR	HS	372 778 992	2,23	35 226	1,11
HQ Bankaktiebolag	HQB	HCS	372 284 194	2,22	29 664	0,93
Nordea Bank AB (publ)	NDS	CSI	367 178 482	2,19	94 400	2,97
Kaupthing Bank Sverige AB	KAB	HS	356 854 010	2,13	41 233	1,30
Jyske Bank A/S	JYB	CS	307 014 802	1,83	30 901	0,97
FIM Securities Ltd	FIM	HCS	290 176 032	1,73	31 921	1,01
Spar Nord Bankaktieselskab	SPN	C	248 563 914	1,48	24 475	0,77
Öhman J:or Fondkommission AB, E.	OHM	HCS	241 544 397	1,44	13 907	0,44
Danske Bank A/S Helsinki Branch	MDT	HS	194 460 353	1,16	33 003	1,04
OKO Pankki Oyj	OPS	HS	183 667 669	1,10	56 846	1,79
Kaupthing Bank Oyj	KFI	H	180 363 592	1,08	8 836	0,28
Sydbank A/S	SYD	HCS	164 869 429	0,98	30 048	0,95
NeoNet Securities AB	NEO	HCS	154 180 412	0,92	21 688	0,68
Erik Penser Fondkommission AB	EPF	HCS	141 032 587	0,84	23 303	0,73
Amagerbanken A/S	AMA	CS	132 143 205	0,79	23 746	0,75
SkandiaBanken AB	SBN	S	122 439 113	0,73	43 723	1,38
Remium AB	REM	HCS	116 694 573	0,70	23 539	0,74
Goldman Sachs International	GSI	HS	112 084 101	0,67	19 151	0,60 x
ABG Sundal Collier AB	ABC	HCS	98 098 176	0,59	6 485	0,20
Svenska Handelsbanken (filial)	SVB	C	97 372 328	0,58	11 420	0,36
Gudme Raaschou Bank	GRB	C	92 041 575	0,55	5 424	0,17
Aktia Säästöpankki Oyj	AKT	HS	87 262 662	0,52	8 545	0,27
Ålandsbanken Abp	AAL	HS	86 955 720	0,52	5 835	0,18
Alm. Brand Bank A/S	ALM	CS	85 226 520	0,51	8 032	0,25
Fionia Bank A/S	FIO	C	80 634 242	0,48	18 708	0,59
Credit Suisse Securities (Europe) Ltd	CSB	HCS	69 859 461	0,42	18 195	0,57 x
Deutsche Bank AG	DBL	HCSI	69 430 381	0,41	20 711	0,65 x
FIH Erhvervsbank A/S	FIH	C	66 571 964	0,40	2 315	0,07
Merrill Lynch International	MLI	HCS	62 433 144	0,37	8 715	0,27 x
Lehman Brothers International	LBI	HCS	58 658 568	0,35	22 435	0,71 x
Nykredit Bank	NYB	C	56 823 629	0,34	10 477	0,33
Morgan Stanley & Co. International Ltd.	MSI	HCS	56 573 344	0,34	16 918	0,53 x
Forstædernes Bank A/S	FFF	C	55 135 914	0,33	8 427	0,27
Saxo Bank A/S	SAX	C	54 666 328	0,33	13 887	0,44
Capinordic Bank A/S	CAP	C	53 657 028	0,32	2 307	0,07
Landsbanki Íslands hf.	LAI	HCSI	46 835 799	0,28	689	0,02

Article 14

Trading process and finalization of transactions in an MTF

1. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF, in addition to meeting the requirements laid down in Article 13, establish transparent and non-discretionary rules and procedures for fair and orderly trading and establish objective criteria for the efficient execution of orders.

2. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish transparent rules regarding the criteria for determining the financial instruments that can be traded under its systems.

Member States shall require that, where applicable, investment firms or market operators operating an MTF provide, or are satisfied that there is access to, sufficient publicly available information to enable its users to form an investment judgment, taking into account both the nature of the users and the types of instruments traded.

3. Member States shall ensure that Articles 19, 21 and 22 are not applicable to the transactions concluded under the rules governing an MTF between its members or participants or between the MTF and its members or participants in relation to the use of the MTF.

However, the members of or participants in the MTF shall comply with the obligations provided for in Articles 19, 21 and 22 with respect to their clients when, acting on behalf of their clients, they execute their orders through the systems of an MTF.

4. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF establish and maintain transparent rules, based on objective criteria, governing access to its facility. These rules shall comply with the conditions established in Article 42(3).

5. Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF clearly inform its users of their respective responsibilities for the settlement of the transactions executed in that facility.

Member States shall require that investment firms or market operators operating an MTF have put in place the necessary arrangements to facilitate the efficient settlement of the transactions concluded under the systems of the MTF.

6. Where a transferable security, which has been admitted to trading on a regulated market, is also traded on an MTF without the consent of the issuer, the issuer shall not be subject to any obligation relating to initial, ongoing or ad hoc financial disclosure with regard to that MTF.

7. Member States shall require that any investment firm or market operator operating an MTF comply immediately with any instruction from its competent authority pursuant to Article 50(1) to suspend or remove a financial instrument from trading.

Referenser:

Muntliga källor:

Aktiemarknadsbolagens förening
Aktiespararnas förening
Borse Dubai
Fondhandlareföreningen
Handelskammarens seminarium 2007-09-14
Nasdaq
OMX
Samarbetsprojektet Finansplats Stockholm
Sir Adam Ridley

Skriftliga källor:

Bäckström, U. och M. Böcker (2007), *Inga USA-regler på den nordiska börsen*, Dagens Industri, 2007-06-13.

Deloitte (2007), *Förändrat spelfält för värdepappersbolagen*.

European Association of Listed Companies, EALIC (2006), *Consolidation of Stock exchanges*, 2006-05-02.

Europeiska gemenskapens commission (2005), *VITBOK Politiken på området finansiella tjänster 2005-2010* SEC (2005) 1574.

EU-US coalition on financial regulation (200X), *The transatlantic dialogue in financial services: the case for regulatory simplification and trading efficiency*.

FSA statement (2004), *Potential longer term implications of a change of the ownership of the London Stock Exchange*. 2004-02-04.

ISCA (2006), *Principles for the governance of market infrastructure*.

Lachmann Report for Paris Europlace – summary and conclusions, 2006-10-04.

LIBA (2005), *Proposed acquisition by Deutsche Börse AG of the London Stock Exchange PLC*, 2005-02-14

LIBA AFEI ASSOSIM FBF SSSA (2005), *Statement of principles to be applied to the consolidation of stock exchange and infrastructure providers in Europe*, 2005-02-14.

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), Directive 2004/39/EC.

Memorandum of Understanding concerning between the college of Euronext regulators and the U.S. Securities and Exchange Commission, January 2007.

Neonet, *VD Simon Nathansons tal på Neonets årsstämma*, 2007-04-26.

Nilsson, E. och C. Prior (2003), *Alternativa marknadsplatser – har de spelat ut sin roll?*, Lunds universitet, D-uppsats.

Nyberg Lars (2004) *Anförande: Värdepappersmarknaden idag och imorgon*, Sveriges Riksbank.

OMX, *Magnus Böckers tal OMX Årsstämma*, 2007-04-12.

Pressmeddelande, *Borse Dubai offentliggör ett kontanterbudande om 230 kronor per aktie i OMX*, 2007-08-17.

Pressrelease, *Samgående mellan Nasdaq och OMX*, 2007-05-25.

Riksbanken (2007), *Den svenska finansmarknaden*.

SOU 2006:50, *En ny lag om värdepappersmarknaden*.

Steiner, Bo (2006), *Börsfusionen en nordisk milstolpe*, Aktiespararens nr 10, 2006.

Statement of the U.S. Securities and exchange commission before the Subcommittee on securities, insurance, and investment of the U.S. senate committee on banking, housing and urban affairs. (2007) *“A global view: examining cross border exchange mergers.”* 2007-07-12.

Testimony of Adena Friedman before the Subcommittee on securities, insurance, and investment of the U.S. senate committee on banking, housing and urban affairs. (2007) *“A global view: examining cross border exchange mergers.”* 2007-07-12.

The Economist (2007), *Magnets for money – A special report on financial centres*, 2007-09-15.

Written testimony submitted by professor Allen Ferrell before the Subcommittee on securities, insurance, and investment of the U.S. senate committee on banking, housing and urban affairs. (2007) *“A global view: examining cross border exchange mergers”*, 2007-07-12.

Yarrow, Alan (2006), *Exchanges need tough and transparent regulation*, LIBA, 2006-06-18.

Elektroniska källor:

www.aktiemarknadsnamnden.se

www.aktiespararna.se

www.borsedubai.com

www.fi.se

www.fondhandlarna.se

www.nasdaq.com

www.omx.se