



SVENSK VÄRDEPAPPERSMARKNAD I FÖRÄNDRING
– konsekvenser för finansplatsen vid ägarskifte i OMX



FINANSMARKNADSRÅDET

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, tidigare VD Skandia,

Karin Forseke, styrelseledamot FSA Storbritannien,

Karl-Olof Hammarkvist, ekon.dr och docent i företagsekonomi, HHS,

Lars Hörngren, chefsekonom Riksgälden,

Gent Jansson, Head of Group Compliance SEB,

Harry Klagsbrun, senior partner EQT,

Carl-Eric Stålberg, styrelseordförande i Swedbank,

Expert Finansdepartementet Peter Lindfelt

Utredningssekreterare Camilla Ferenius.

RAPPORT Nr 2

**Svensk värdepappersmarknad i förändring
– konsekvenserna för finansplatsen vid
ägarskifte i OMX**

FINANSMARKNADSRÅDET

Förord

Finansmarknadsrådet har regeringens uppdrag att ge råd som ska syfta till att *främja utvecklingen av den finansiella sektorn i Sverige och stärka Stockholms roll som finansiellt centrum*. I samband med budgivningen på OMX fick Finansmarknadsrådet i tilläggsuppdrag att bedöma de förväntade konsekvenserna av ett samgående mellan OMX och Nasdaq för handeln med finansiella instrument i Stockholm och Norden för emittenter, investerare och övriga marknadsaktörer, samt belysa konsekvenserna av en utebliven affär.

I en delrapport som publicerades i oktober analyserade rådet 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.

Då budgivaren erhållit nödvändiga myndighetstillstånd i respektive länder och erbjudandehandlingarna nu är offentliga avrapporterar rådet härmed regeringens uppdrag. Oktober-rapporten har kompletterats med beskrivningar av aktörerna Nasdaq och Borse Dubai, samt en analys av hur den aktuella ägarkonstellationen 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.

Ledamoten Carl Eric Ståhlberg har inte deltagit i arbetet med rådets rapport om OMX.

Stockholm i januari 2008

Kerstin Hessius (ordförande)

Hans-Erik Andersson

Karin Forseke

Karl-Olof Hammarkvist

Lars Hörngren

Gent Jansson

Harry Klagsbrun

/Camilla Ferenius

Innehåll

Sammanfattning	7
1. Finansmarknadsrådets uppdrag.....	11
1.1 Bakgrund och syfte	11
1.2 Metod och avgränsning.....	12
1.3 Rapportens uppläggning	12
2. Viktiga kriterier för finansplatsen.....	13
Analyskriterier för de olika ägaralternativen:	14
3. Hur fungerar en marknadsplats?	16
3.1 Värdepapperstransaktioner	16
3.2 Kunder till börsen	17
3.3 Reglering av börshandel	19
3.4 Konkurrens.....	20
4. Utvecklingen på värdepappersmarknaderna	21
4.1 MiFID	22
4.2 Code of Conduct	23
4.3 Target 2 Securities	23
4.4 Konsolidering.....	24
4.5 Scenario.....	25
5. OMX	26
5.1 Framväxten av den nordiska börsen	26
5.2 Långsiktig strategi.....	27
5.3 Teknologidel	28
5.4 Notering	29
5.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens	30
5.6 Post-trade	32
6. Nasdaq.....	33
6.1 Företaget	33
6.2 Affärsmiljö och strategi	34
6.3 Teknologi	35
6.4 Notering	35
6.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens	37
6.6 Post-trade	39
7. Borse Dubai	39
7.1 Företaget	39
7.2 Affärsmiljö och strategi	41
7.3 Teknologi	42
7.4 Notering	42
7.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens	43
7.6 Post-trade	43
8. Kombinationen Nasdaq/ Dubai/ OMX (tänkt organisation).....	43
8.1 Företaget	43
8.2 Strategi	47
8.3 Teknologi	48
8.4 Notering	49
8.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens	52
8.6 Post-trade	55

9. OMX på egen hand – Konsekvenser för Stockholm som finansplats	56
9.1 Förmåga att attrahera personal.....	56
9.2 Förtroende och regelefterlevnad	56
9.3 Aktivitet i värdepappershandeln (omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)	57
9.4 Emittenter/kapitalförsörjning	57
9.5 God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster)/ Innovationskraft i utvecklingen/ Brett utbud av tjänster	58
9.6 Stort antal kvalificerade placerare	59
9.7 Sammanfattande bedömning OMX stand alone – konsekvenser för finansplatsen	59
10. Nasdaq OMX Group – Konsekvenser för Stockholm som finansplats	60
10.1 Förmåga att attrahera personal.....	61
10.2 Förtroende och regelefterlevnad	62
10.3 Aktivitet i värdepappershandeln (omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)	62
10.4 Emittenter/Kapitalförsörjning	63
10.5 God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster)/ Innovationskraft i utvecklingen/ Brett utbud av tjänster	65
10.6 Stort antal kvalificerade placerare	65
10.7 Borse Dubai som storägare i det nya bolaget.....	65
10.8 Sammanfattande bedömning Nasdaq OMX Group – konsekvenser för finansplatsen	66
11. Slutsatser	66

Bilaga 1. Europeisk infrastruktur för värdepappershandel, dess förväntade förändring på 5 års sikt och påverkan på OMX.

Vanliga finansiella termer och förkortningar
Referenser

Denna rapport, liksom bilagor, kan laddas ned på Finansmarknadsrådets hemsida www.finansmarknadsradet.se. Där finns också en sammanfattning av rapporten på engelska.

Sammanfattning

Den 25 maj 2007 offentliggjorde OMX och den amerikanska teknikbörsen Nasdaq ett samgående. Den 17 augusti offentliggjorde Borse Dubai i sin tur ett kontanterbudande för aktierna i OMX. Den 20 september presenterade Nasdaq och Borse Dubai ett kombinerat erbjudande som senare höjts. I praktiken innebär detta, förutsatt att budet accepteras, att Nasdaq förvärvar aktierna i OMX och Borse Dubai blir ägare i Nasdaq.

Den svenska staten äger 6,6 procent av aktierna i OMX och utvärderar därmed buden ur ett aktieägareperspektiv. 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 att bidra med beslutsunderlag genom att bedöma de förväntade konsekvenserna av ett samgående mellan OMX och Nasdaq för handeln med finansiella instrument i Stockholm och Norden för emittenter, investerare och övriga marknadsaktörer, samt belysa konsekvenserna av en utebliven affär.

Rådet anser 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 till följd av olika EU-initiativ, bl.a. MiFID. Rådet har därför valt 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.*

Börshandel och post-trade i Norden

OMX Nordic Exchanges omfattar börserna i Köpenhamn, Stockholm, Helsingfors, Island, Riga, Tallinn och Vilnius. Omsättningen på den nordiska börsen utgörs i dagsläget till 95 procent av företag med börsvärde över en miljard euro och det är i detta segment som större delen av lönsamheten för OMX ligger.

På sina viktigaste marknader, Stockholm, Helsingfors och Köpenhamn, har OMX inte kontroll över clearing och avveckling (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. Till detta kommer att regionen skiljer sig från resten av Europa och USA genom att inte ha central motpartsclearing för avistamarknaderna. För en intermediär som verkar på flera marknader är detta betungande. Större delen av investerarens totala kostnader för handeln i värdepapper uppstår post-trade, dvs. allt som följer efter själva handeln. Intermediärerna bygger upp enheter som är organiserade för att hantera det mest förekommande, central motpartsclearing, och alla avvikelser innebär därmed merarbete och merkostnader för intermediärerna.

En framtida struktur för finansiell handel i Europa

Det är en medveten ambition inom EU att försöka stärka Europas effektivitet avseende finansiell handel, med USA som måttstock. Dessa åtgärder kommer att innebära avsevärda förändringar för verksamheten på de traditionella handelsplatserna. 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 handelsplattformar (MTFer), baserade på handel mot eget lager, börjar konkurrera med traditionella börser om handeln. En aktie behöver inte handlas där den är noterad. Denna omfördelning av handeln urholkar de nationella börsernas särställning.
- I vilken takt detta sker beror på omsättningen/lönsamheten i olika aktier. I första hand förväntas konkurrensen om handeln öka i de största, mest likvida aktierna vilka är mest lönsamma för börserna.
- Den ökade konkurrensen om handeln 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. programhandel och omsättningen kan förväntas öka.
- Sänkta priser på handel och ökad omsättning kommer kunderna till godo och ytterst sjunker kostnaderna för kapital.
- Handeln i små och medelstora bolag är mindre och nya handelsplatser bedömer sannolikt att den inte är intressant att konkurrera om.
- Noteringsdelen av börsernas verksamhet är 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 värdepapperscentralernas (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 handelsplattformar.
- Däremot koncentreras ägandet av handelsplatserna till 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.
- Nationella värdepapperscentraler finns kvar. För alla länder gäller att lagstiftning och tillsyn av värdepapperscentralerna försvårar sammanslagning eller nedläggning, detta gäller åtminstone registerhållningen.
- Värdepapperscentralernas 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 möjliggöra den egentliga revolutionen av europeisk värdepappersmarknad.

Konsekvenser för finansplatsen

Förutsättningarna för börsverksamhet kommer alltså att se markant annorlunda ut på några års sikt. Huvudfrågan för rådets analys är hur OMX i olika ägaralternativ kan påverkas av utvecklingen, samt vilka konsekvenser detta kan få för handeln med finansiella instrument i Stockholm och Norden och för Stockholm som finansiellt centrum. Diskussionen koncentreras till alternativen Nasdaq OMX, som företaget framträder i de planer som redovisats, och OMX som fortsatt fristående börsföretag, nedan kallat OMX stand alone.

OMX stand alone ska inte blandas samman med ett läge där allt blir som det har varit. Ett exempel är att de troliga organisatörerna av nya handelsplattformar står för en betydande del av omsättningen i de mest handlade och därmed mest lönsamma aktierna på de nordiska börserna. OMX kan därmed få svårt att klara nuvarande lönsamhet i den framtida europeiska värdepappersmarknaden. Detta talar för att bolaget behöver en stark partner. Flera europeiska lösningar har tidigare sökts utan framgång. En trekontinental börs – med verksamhet i Europa, USA och Mellanöstern – framstår som ett gott alternativ.

Trots det starka omvandlingstrycket för börshandeln som helhet 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. Detta gäller oavsett ägare. Förklaringen är att det finns en efterfrågan på börstjänster på nationell nivå och därmed grund för en lönsam verksamhet.

Handeln i nordiska aktier kommer således att finnas kvar i Norden, med reservation för att konkurrensen om de största bolagen kommer att hårdna. Det är emellertid inte ett stort problem för vare sig emittenter eller investerare utan rör i första hand börsföretaget (Nasdaq OMX eller OMX stand alone) och dess lönsamhet. I samtliga ägarscenarier ser rådet den framtida nordiska värdepappersmarknaden främst som en marknad för handel i små- och medelstora företag. Vi bedömer att det är oundvikligt att en ökande andel av handeln i de största (för börser mest lönsamma) aktierna flyttar till de mest likvida handelsplattformarna, vilka förmodligen är lokaliserade i London. Konkurrensen mellan börserna och handelsplattformarna ökar troligen snabbare med Nasdaq OMX' paneuropeiska initiativ än i fallet OMX stand alone. Rådet anser att den snabbare processen i form av potentiellt utflyttad handel uppvägs av att Nasdaq OMX har bättre förutsättningar att tillhandahålla en modernare marknadsplats för den kvarvarande handeln än i fallet OMX stand alone.

Rådet bedömer att Nasdaq OMX har bättre möjligheter att bibehålla och förbättra likviditet, omsättning och noteringar i Norden än OMX stand alone mot bakgrund av såväl starkare varumärke som större innovationskraft. Det ökar också möjligheterna att attrahera kompetent personal och bredda utbudet av tjänster. Dessutom kan Borse Dubai som storägare och genom att man valt att bygga vidare på OMXs teknologi bidra till att stärka Stockholm som centrum för börsteknologi. De av rådet bedömda

fördelarna är dock till stor del beroende av vad den nya ledningen i Nasdaq OMX väljer att genomföra.

Oavsett ägare innebär den ökade konkurrensen att transaktionskostnaderna sjunker och omsättningen ökar, främst i de större aktierna. Detta är positivt ur ett samhällsperspektiv, även om det kan försämra lönsamheten för börsverksamheten. Rådets bedömning är att det blir en effektivare marknad för handel med finansiella instrument, med högre likviditet och lägre kostnader som följd. Det gynnar såväl bolagen som investerarna i regionen.

Aktiviteten kring marknadsplatsen kommer inte att påverkas i någon större omfattning av vem som äger börsen, så länge de noterade bolagen finns kvar som svenska aktiebolag (inregistrerade i Sverige). Detta förutsätter dock att bolagen inte oroar sig för "regulatory spill over", t.ex. påtvingad tillämpning av Sarbanes-Oxley-regler till följd av att Stockholmsbörsen ägs av ett amerikanskt företag. En sådan osäkerhet, om än obefogad, kan vara droppen som får noteringsbeslut att tippa över till fördel för annan börs. Trots att detta primärt vore ett problem för ägarna till börsen – det ligger inte i deras intresse att införa regler som skrämmer bort emittenter – kan det ändå finnas anledning för staten att vidta lämpliga åtgärder för att undanröja risken för att en sådan osäkerhet skulle kunna få fäste. Möjligheterna till riskkapitalanskaffning för etablerade och nya företag kvarstår. Börsmedlemmarna i Norden förväntas inte heller påverkas nämnvärt då de bedöms ha sin största intjäning i de segment som kommer att dominera hemmamarknaden, d v s små och medelstora företag.

En infrastruktur för post-trade som är samordnad inom Norden och anpassad till förhållandena i Europa är 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 också finns pengar att tjäna på ineffektiviteten, kan staten behöva ta initiativ till förändringar. Detta är en grundläggande infrastrukturfråga som står på dagordningen och påverkar Sveriges långsiktiga konkurrenskraft i värdepappersmarknaden, oavsett vad som händer med ägandet i OMX.

Ett slags worst case-scenario – oavsett ägare – är att börsverksamheten i Stockholm skulle misskötas så att den 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 OMX har. I den mån företaget skulle misskötas är effekterna 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 för nya eller befintliga handelsplatser att konkurrera om börstjänsterna.

Rådets vill slutligen understryka att de strukturförändringar 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. Inte minst leder den ökade konkurrensen i Europa till att de traditionella marknadsplatserna (nationella börser) minskar i betydelse för riskkapitalförsörjningen.

1. Finansmarknadsrådets uppdrag

1.1 Bakgrund och syfte

Den 25 maj 2007 offentliggjorde OMX och den amerikanska börsen 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 visade intresse. Denne har sedermera dragit sig tillbaka, medan Nasdaq-Borse Dubai har gått vidare och den 26 september presenterat ett högre 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 fick därför i juli 2007 i uppdrag av regeringen (se tilläggsdirektiv Dir. 2007:115) 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.

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 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*.

När Nasdaq och Dubai en vecka innan rådets tidigare¹ angivna rapportdatum gick ihop och presenterade ett gemensamt bud, samtidigt som ytterligare en aktör visade intresse, beslutade rådet att avvakta med utvärderingen kring budgivarna tills läget stabiliserat sig och information offentliggjorts. Nytt slutdatum sattes i relation till offentliggörande av prospekt².

Dock fann rådet det värdefullt att redan i ett tidigare skede redogöra för 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

¹ Datum den 28 september 2007. Se Dir. 2007:115 Tilläggsdirektiv till Finansmarknadsrådet den 26 juli 2007.

² Tre veckor från offentligt prospekt. Se Dir 2007:148 Tilläggsdirektiv till Finansmarknadsrådet den 8 november 2007.

ägare av OMX. Detta gjordes i delrapporten ”Värdepappersmarknad i förändring – konsekvenserna för Stockholm som finansplats”, som presenterades den 4 oktober 2007.

I den delrapport som publicerades i oktober analyserades 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.

Då budgivaren erhållit nödvändiga myndighetsställstånd i respektive länder och erbjudandehandlingarna nu är offentliga avrapporterar rådet härmed regeringens uppdrag. Oktober-rapporten har kompletterats med beskrivningar av aktörerna Nasdaq och Borse Dubai, samt en analys av hur den aktuella ägarkonstellationen 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.

1.2 Metod och avgränsning

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

- en konsultrapport avseende framtida utveckling av börsverksamhet i ett europeiskt perspektiv (se bilaga 1)
- offentlig information om OMX och diskussioner med företrädare för OMX
- offentlig information om Borse Dubai och diskussioner med företrädare för Borse Dubai
- offentlig information om Nasdaq och diskussioner med företrädare för Nasdaq
- offentlig information från och diskussioner med företrädare för marknadsaktörer i Sverige
- egna erfarenheter och löpande diskussioner inom rådet

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 enligt tilläggsdirektivet i särskild ordning.

1.3 Rapportens uppläggning

Rapporten kan sägas bestå av tre delar;

- Bakgrund inklusive scenario för utvecklingen på värdepappersmarknaderna. Kapitel 1-4.
- De olika aktörerna (deskriptivt). Kapitel 5-8.
- Konsekvenserna för Stockholm som finansiellt centrum (rådets bedömning). Kapitel 9-11.

Rapporten har delrapporten från oktober 2007 som grund. Oktoberrapporten innehöll förutom en beskrivning av utvecklingen på värdepappersmarknaden (nu kap 1-4) även

en beskrivning av OMX (nu kap 5) och en bedömning av hur OMX stand alone kan hantera utvecklingen och vilka konsekvenser det får för Stockholm som finansplats (nu kap 9). Denna rapport har kompletterats med beskrivningar av Nasdaq (kap 6), Borse Dubai (kap 7) och den planerade Nasdaq OMX Group (kap 8). Kapitel 10 innehåller rådets bedömning av konsekvenserna av den planerade Nasdaq OMX Group och kapitel 11 rådets slutsatser. Det ingående materialet från delrapporten har endast genomgått redaktionella ändringar.

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 att risker kan minskas och fördelas mer ändamålsenligt, vilket sänker 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 finns 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 kapitel 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 aktuella ägaralternativ för OMX.

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 2007.³

³ Rapporten finns på www.finansmarknadsradet.se.

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 i denna rapport valt att 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 ett potentiellt ägarskifte kan innebära jämfört med OMX stand alone.

Analyskriterier för de olika ägaralternativen:

- Förmåga att attrahera personal
- Etik och moral (förtroende, regel efterlevnad)
- 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 många aktörer 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.⁴ I USA visar mätningar att varje finansjobb motsvaras av två ytterligare i andra branscher.⁵ Kvalificerade kringtjänster tenderar att koncentreras där kundernas huvudkontor är lokaliserade.

⁴ The Competitive Position of London's Financial Services, Final Report, The City Research Project, London Business School, March 1995.

⁵ McKinsey Report 2007, Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership.

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

I kapitlen 9 och 10 sammanförs kriterierna Brett utbud av tjänster, God tillgång till specialister (kvalificerade kringtjänster) och Innovationskraft i utvecklingen då dessa berör varandra. Emittenter har brutits ut ur Aktivitet i handeln då kapitalförsörjning är viktigt för bedömningen i denna rapport.

3. Hur fungerar en marknadsplats?

3.1 Värdepapperstransaktioner

För att analysera förutsättningarna för en verksamhet är det väsentligt att klargöra 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 om belopp, produkter och tidpunkter.

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 1):

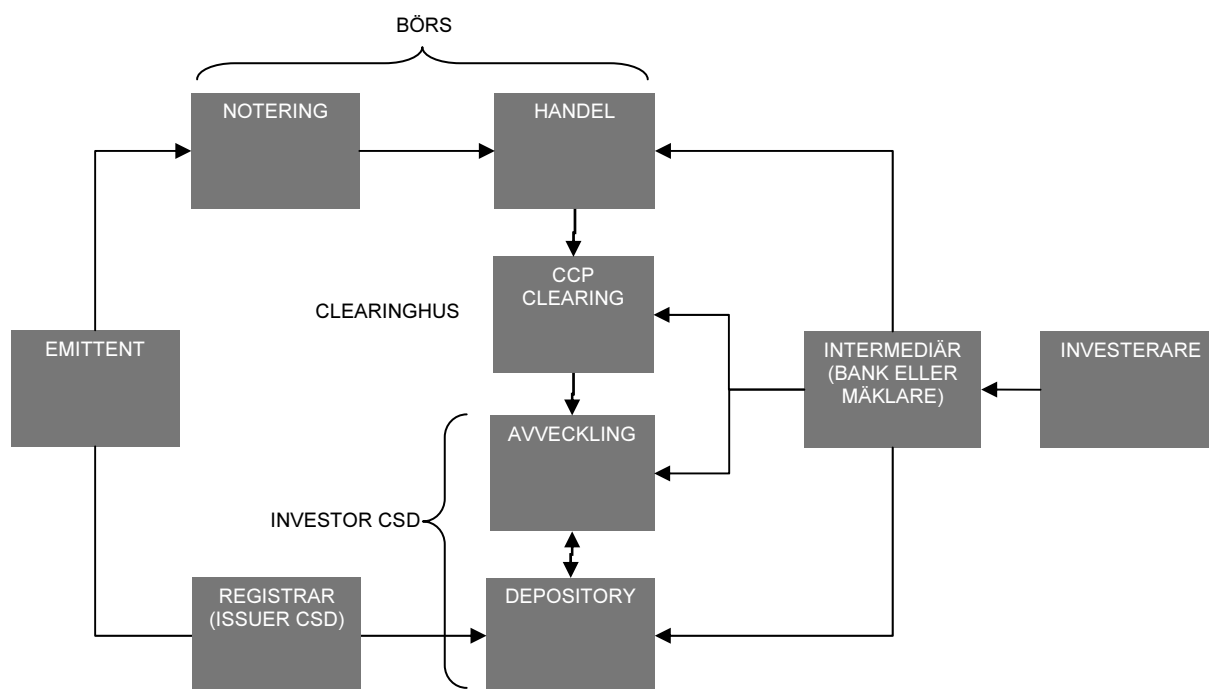


Bild 1. Verksamheten kring en marknadsplats för avistahandel. Egen.

3.2 Kunder till börsen

Den traditionella börsen kan sägas bestå av två delar:

- Noteringen (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 noteringsavgift till börsen.

Emittenten har främst kontakt med noterings- 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 att veta vilka slags värdepapper de handlar och att handeln följer fastlagda

regler. De ställer därför krav på ett gott regelverk för notering 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 noteras och har därför också kontakt med börsens noteringsfunktion. 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 investerar, 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 det tryggare att placera i kronor. Svenska aktiefonder ägs t.ex. i huvudsak av svenska investerar. Förenklat skulle man kunna uttrycka det som att 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 investerar 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 investerar, 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 investerar 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 investerar 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 Europe, 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 företagens 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 tillämpning av EU:s regelverk. Den 1 november trädde 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. Till följd av nya 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.⁶ De noterade bolagen och medlemmarna är 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 delegation från Finansinspektionen, verkar nämnden även för god sed på den svenska aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information.

3.4 Konkurrens

Inom ett lands aktiemarknad kan, som i Sverige, finnas flera handelsplatser, men ofta är det en börse som 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

⁶ NOREX-alliansen består av Nordiska börserna i Köpenhamn, Helsingfors, Island, Stockholm och Oslo Börs.

samtliga transaktioner från aktiemarknaden och räntemarknaden 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 *genomsnittsa*ffär 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 börsen respektive till CSDn där förhållandet dock är det omvända (anslutning till CSD avsevärt dyrare än anslutning till börs). 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 kostnaderna för clearing och avveckling av affärer (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). Resterande 90 procent är hänförligt till intermediärernas back-office-funktioner och avsaknaden av integration och harmonisering mellan marknader. Detta har hittills hållit nere handeln över gränserna inom Europa medan man i USA sedan drygt 30 år har haft en enda leverantör av post-trade-tjänster, DTCC.

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:

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

4.1 MiFID

MiFID, som trädde 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 den som organiserar handeln 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. 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 Turquoise⁷ 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 nettningsmöjligheter 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 börsen. 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

⁷ **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 (multi-lateral trading facility som introducerades i Europa genom MiFID den 1 november 2007) som alternativ till de traditionella börserna. BNP Paribas och Societe Generale har anslutit sig under senare delen av 2007 och konsortiet har därmed nu nio medlemmar. 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. Svenska teknikleverantören Cinnober är vald till teknikleverantör, EuroCCP kommer att stå för clearing, settlement och risk management tjänster och Citis global transaction services kommer att fungera som settlement agent. Ett motsvarande samarbete sker för handels- och marknadsrapportering (projekt Boat) med Cinnober.

kunder, vilket kan bidra till högre omsättning totalt sett i aktierna. Vetskapen att Turquoise ligger i startgrupparna 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 trädde 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, kallad 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 trädde 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.⁸

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 Europas värdepappersmarknader bort från silotänkandet. CSDer (värdepapperscentraler) kommer att bli tvungna att se över sin affär när avveckling av affärerna blir centraliserad för Europa. Möjligheten för Europa att skapa en lika effektiv

⁸ Exempelvis ta mer betalt av emittenterna för att hålla nere kostnaden för avvecklingen av affärer.

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 på mer än det dubbla, 300 procent, vilket är den högsta omsättningshastigheten⁹ på världens börser.

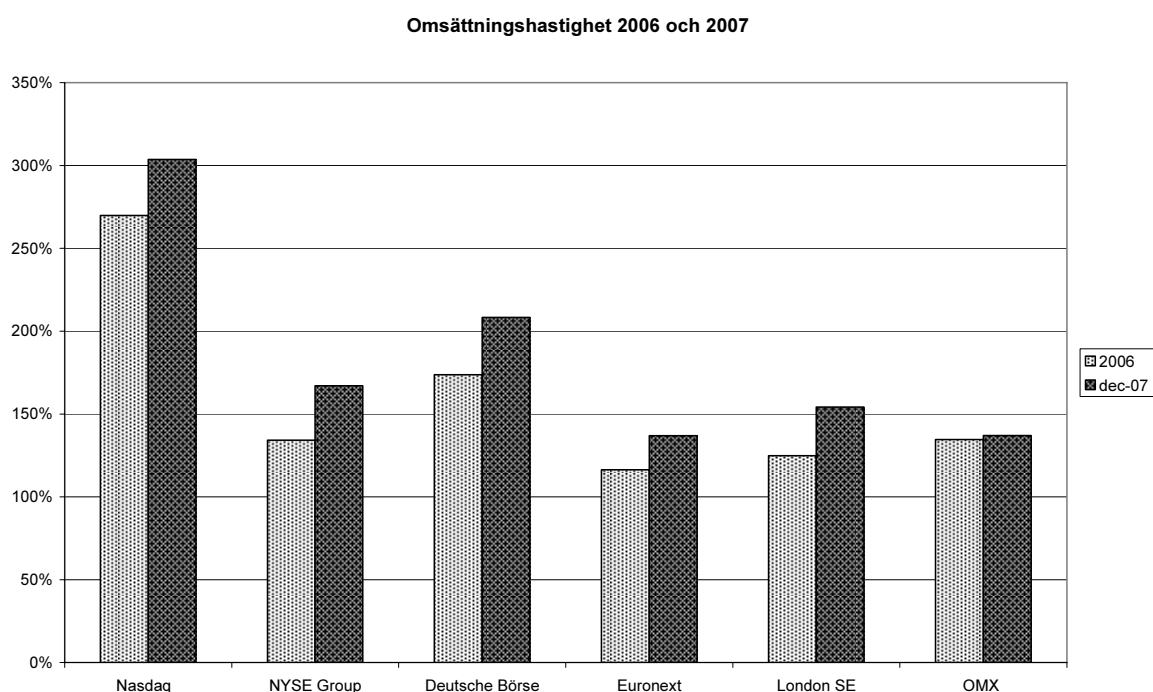


Bild 2. Omsättningshastighet för ett urval börser 2006 och december 2007. World Federation of Exchanges.

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 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:

⁹ Omsättningshastigheten är den omsatta volymen över en viss tid, t ex ett år, dividerad med det totala marknadsvärdet på de värdepapper som är noterade på börserna (market cap).

- 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).

4.5 Scenario

Som framgått tidigare är det ett flertal 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 handelsplattformar (MTFer), baserade på handel mot eget lager, börjar konkurrera med traditionella börser om handeln. En aktie behöver inte handlas där den är noterad. Denna omfördelning av handeln urholkar de nationella börsernas särställning.
- I vilken takt detta sker beror på omsättningen/lönsamheten i olika aktier. I första hand förväntas konkurrensen om handeln öka i de största, mest likvida aktierna vilka är mest lönsamma för börserna.
- Den ökade konkurrensen om handeln 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. programhandel och omsättningen kan förväntas öka. Om omsättningen ökar i tillräckligt stor omfattning kommer sannolikt inte lönsamheten för börserna att drabbas lika hårt.
- Sänkta priser på handel och ökad omsättning kommer kunderna till godo och ytterst sjunker kostnaderna för kapital.
- Handeln i små och medelstora bolag är mindre och sannolikt inte tillräcklig för nya handelsplatser att vara värd att konkurrera om. Handeln i dessa bolag kommer därför i huvudsak att stanna kvar på de nationella börserna.
- Noteringsdelen av börsernas verksamhet är 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 värdepapperscentralernas (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.
- Däremot koncentreras ägandet av handelsplatserna till 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.

- Nationella CSDer finns kvar. För alla länder gäller att lagstiftning och tillsyn av CSDerna försvårar sammanslagning eller nedläggning.
- 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. Pådrivande här är ECB-initiativet Target 2 Securities. Det är förändringarna inom post-trade som kommer att 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 är hur OMX kan påverkas av utvecklingen och i vad mån dessa effekter är beroende av ägarbildningen, samt vilka konsekvenser detta sammantaget kan få för handeln med finansiella instrument i Stockholm och för Stockholm som finansiellt centrum.

5. OMX

I det här kapitlet presenteras OMX' framväxt och nuvarande verksamhet i ljuset av utvecklingen i Europa. Framställningen är deskriptiv och bygger på offentligt material. I kapitel 9 och 10 ger rådet sin bedömning av vilka konsekvenser omvärldsförändringarna kan få ur finansplatsperspektiv mot bakgrund av hur ägandet till OMX är organiserat.

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 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 handelregler infördes. År 2002 började även Oslo Börs handla på samma system. En gemensam nordisk plattform för värdepappershandel blev det år 2004 efter att OMX (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 North¹⁰ och Aktietorget¹¹ 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 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 Europas sjätte största börs

¹⁰ 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 dem som erhållit auktorisation att bedriva börsverksamhet.

¹¹ 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.

med ett samlat inhemskt marknadsvärde på 1 123 miljarder dollar.¹² 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 börsen i Warszawa skulle öka omsättningen med ca 5 procent.¹³ Några andra expansionsplaner som märkbart 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 börsen 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 därför måste accepteras av börsens kunder. I många fall 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 världens största leverantör av marknadsplatslösningar till börser, clearingorganisationer och värdepapperscentraler.¹⁴ Samarbetsprojektet BIDS Trading har valt OMX' teknologi för sin handelsplattform.¹⁵ Om det växer upp flera konkurrerande MTFer kan det finnas möjligheter för ytterligare spridning av teknologin.

¹² World Federation of Exchanges per 071231. London 3794, Euronext 3708, Deutsche 163,8 BME 1323, Swiss 1212.

¹³ Noteras bör att omsättningen på börser världen över varit ovanligt hög senaste tiden.

¹⁴ <http://www.omxgroup.com/omxcorp/varverksamhet/exchangetechnologies/>

¹⁵ 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.

5.4 Notering

Enligt OMX' månadsstatistik december 2007 finns 854 noterade bolag (varav 126 på First North) på OMX Nordic Exchange. Räknat 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.

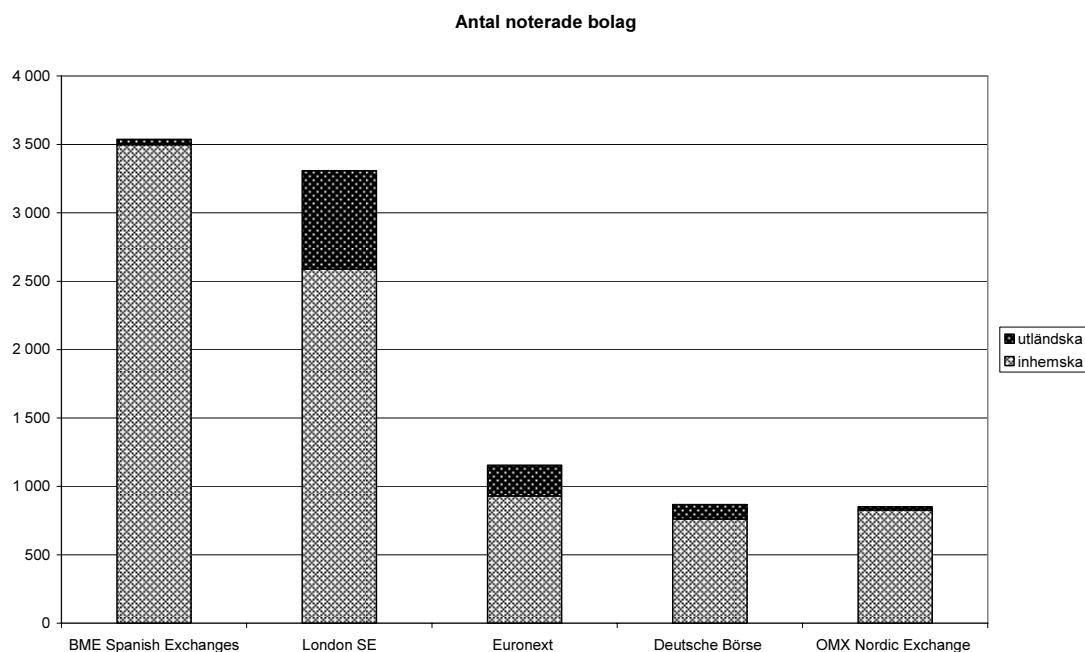


Bild 3. Antal noterade bolag på för ett urval europeiska börser 2007.
World Federation of Exchanges.

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 noteringsvillkor och andra regler är utformade med utgångspunkt från samma lagstiftning som i övrigt omfattar bolaget.

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.

När ett bolag blivit tillräckligt stort och vill uppfattas som globalt, kan det överväga en sekundärnotering på en annan börs. Ett fåtal av de största bolagen på OMX nordiska lista har noteringar på LSE, Nasdaq eller NYSE. Skälet att ha en ytterligare notering kan vara att öka synligheten hos slutinvestorer 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.

5.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens

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

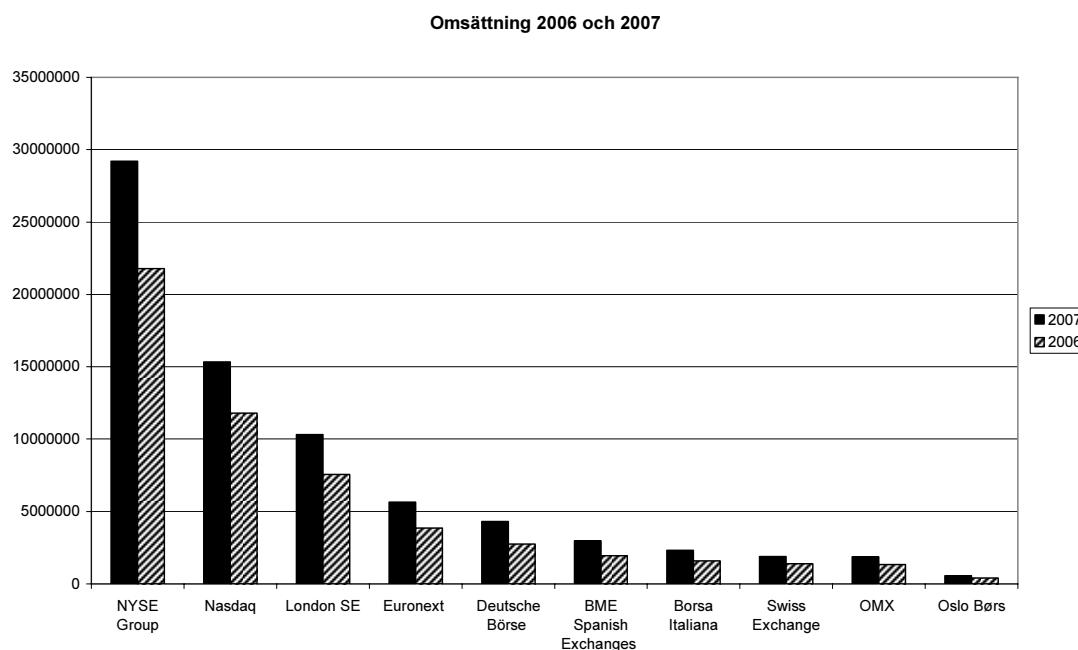


Bild 4. Omsättning på ett urval börser år 2006 och år 2007 i miljoner dollar. World Federation of Exchanges.

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 är dock blygsam i internationell jämförelse, se bild 4. Omsättningen på den nordiska börserna 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 börsen och courtage utan också spreaden mellan köp och sälj. Ju större omsättning är i en aktie, desto lägre blir spreaden. Även kostnader för att 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). Nedanstående 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.

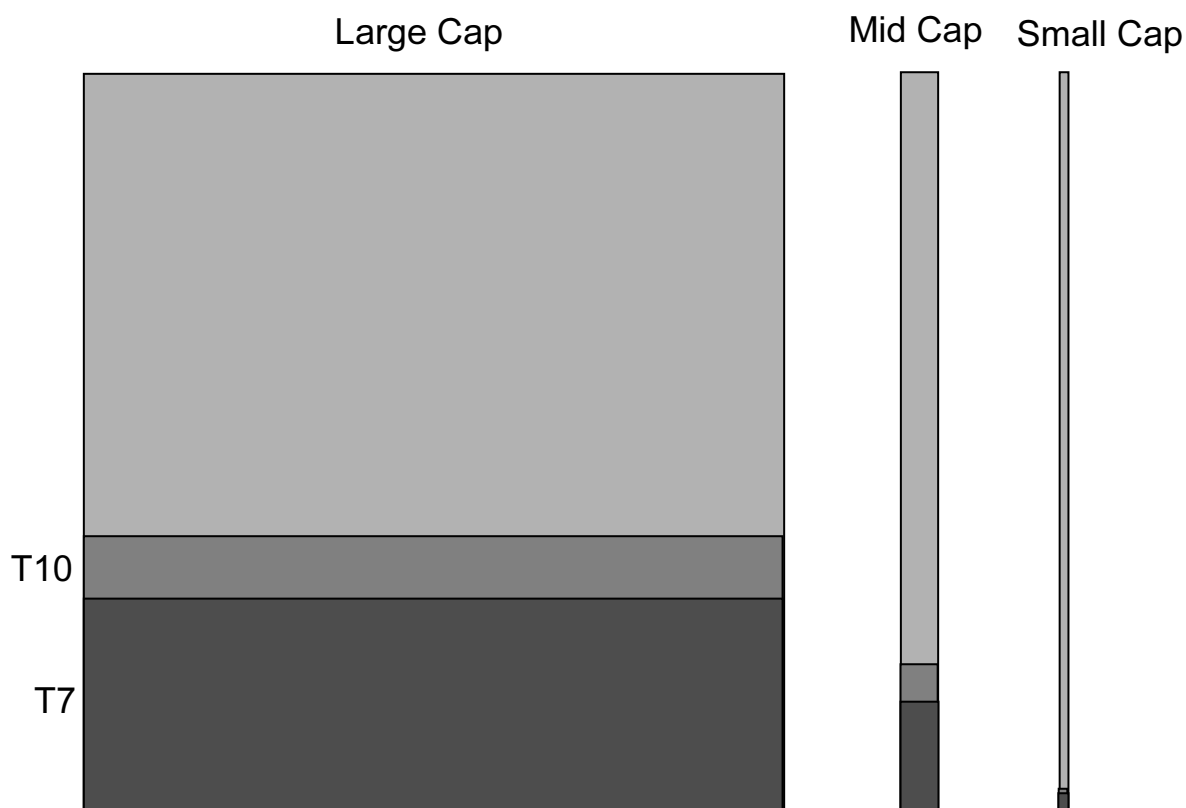


Bild 5. Omsättningen på OMX Nordic Exchanges fördelat på Large, Mid respektive Small Cap samt andel för grupperingarna T7 respektive T10.

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)¹⁶ 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. Se bild 5.

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 trögrörlig. Det beror på att derivat prissätts utifrån underliggande aktier och den har central motpartsclearing, 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 (50 av totalt 70 medlemmar).

För nordiskt vidkommande tillkommer ytterligare ett problem då regionen skiljer sig från resten av Europa och USA genom att inte ha central motpartsclearing för avistamarknaderna. Intermediärerna i form av banker och fondkommissionärer har kontakt med alla stegen i värdekedjan; se bild 1. 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. 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 motpartsclearing, och alla avvikelser innebär därmed merarbete och merkostnader för intermediärerna. Genom CoC:s Access and Interoperability-

¹⁶**Projekt Turquoise** är ett initiativ till en MTF av sju av världens största investmentbanker (Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley och UBS). BNP Paribas och Societe Generale har anslutit sig under senare delen av 2007 och konsortiet har därmed nio medlemmar.

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 börsverksamheten i Norden.

6. Nasdaq

I det här kapitlet presenteras Nasdaqs framväxt och nuvarande verksamhet. Framställningen är deskriptiv. Rådet redovisar i kapitel 10 sin bedömning av hur den nya gruppen Nasdaq OMX kan möta omvärldsförändringarna och vilka konsekvenser det kan få ur finansplatsperspektiv.

6.1 Företaget

Nasdaq är den näst största amerikanska aktiebörsen. Räknat på värdet på de noterade bolagen (inhemska) som uppgick till 4 390 miljarder dollar per den 31 oktober 2007 är Nasdaq den fjärde största börsen i världen.¹⁷

Bolaget har drygt 3100 noterade bolag och handlar i genomsnitt med fler aktier per dag än någon annan amerikansk marknad. Till detta bidrar att Nasdaq genom sitt routing system står för ca 25 procent av omsättningen på NYSE.¹⁸ Efter köpet av Philadelphia Stock Exchange (avtalat november 2007) blir Nasdaq den tredje största amerikanska optionsmarknaden.

Nasdaq grundades 1971 av the National Association of Securities Dealers (NASD). NASD sålde ut under 2001 och 2002. Sedan 2002 är företaget ägt och drivet av holdingbolaget Nasdaq Stock Market med aktien noterad på den egna börsen.¹⁹

¹⁷ World Federation of Exchanges, november 2007.

¹⁸ Nasdaq 2006 Annual Report

¹⁹ Nasdaq började operera som registrerad nationell aktiebörs för Nasdaq-noterade aktier i augusti 2006 och för icke-Nasdaq-noterade aktier i februari 2007. Innan detta verkade Nasdaq formellt under en Delegation Plan från SEC som delegerade rättigheterna från NASD till Nasdaq att driva aktiemarknad. I samband med tillståndet i augusti 2006 bildades en ny företagsstruktur där dotterbolaget Nasdaq stock market LLC driver börsverksamheten och har börslicensen.

Holdingbolaget har i nuläget ett spritt ägande med bara en ägare över 10 procent, kapitalförvaltaren Horizon Asset Management.²⁰ Enligt reglerna får ingen ägare rösta för mer än fem procent av aktierna.

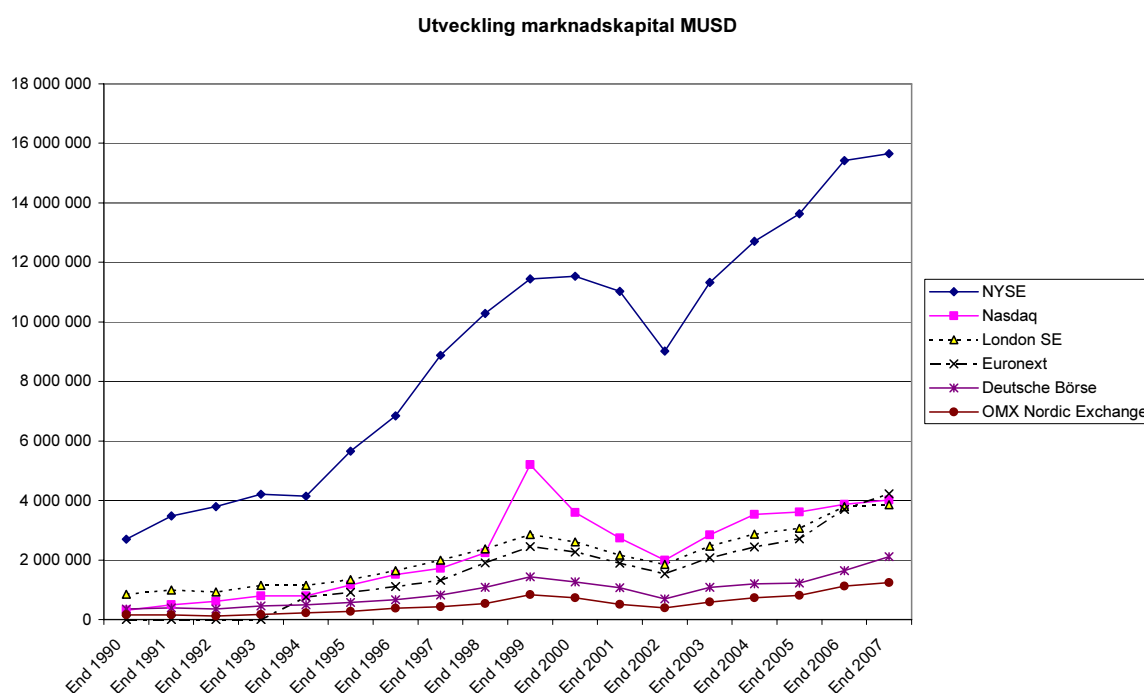


Bild 6. Utveckling av inhemskt marknadskapital 1990-2007. World Federation of Exchanges.

Företaget står under tillsyn av the Securities and Exchange Commission (SEC). FINRA utövar också tillsyn över värdepappershandel åt SEC.²¹ Med börsregistreringen 2006 fick Nasdaq egen status som så kallad self regulatory organisation (SRO), vilket innebär att Nasdaq är ansvarig för att reglera sina medlemmar, t.ex. avseende notering, medlemskap och handel (tidigare NASD:s regler). Detta är till stor del delegerat till FINRA.

6.2 Affärsmiljö och strategi

Nasdaq har sitt huvudkontor i New York, vilket räknas som ett av världens två globala finanscentrum (med London). USA har den största och mest likvida aktiemarknaden i världen och till New Yorks styrkor räknas världens största pool av kvalificerad finansiell personal. Efter årtionden av dominans har New York senaste tiden tappat mark mot London, vilket främst tillskrivs en hårdare reglering (speciellt Sarbanes Oxley Act) och större risk för skadeståndsmål.

²⁰ Enligt ägarförteckning per 080115. En annan ägare över 10 procent, riskkapitalbolaget Hellman & Friedman, sålde den 9 november 2007 alla sina Nasdaqaktier, vilket gjorde att Nasdaqs aktiekurs över dagen sjönk med 15 procent.

²¹ FINRA bildades i juli 2007 genom en sammanslagning av NASD och reglerings- och övervakningsfunktioner på NYSE. FINRA är därmed den största icke-statliga regleraren för värdepappersföretag som bedriver verksamhet i USA.

Nasdaq's affärsidé är att skapa volym och ta marknadsandelar från andra börser genom låga marginaler och mycket snabba transaktioner. Nasdaq's säljstyrka arbetar aktivt för att få så många attraktiva bolag som möjligt att notera sig på börserna (även internationella). Nasdaq har hittills varit ett helt amerikanskt bolag och saknar erfarenhet av att driva verksamhet i andra länder eller tillsammans med företag från andra länder. På senare år har amerikanska börser haft allt svårare att konkurrera med börser i andra länder om noteringar av nya bolag (IPOs), delvis p.g.a. den hårda amerikanska regleringen. Regleringen anses vara en stark drivkraft för Nasdaq att vilja samverka med en europeisk aktör. Nasdaq försökte för ett år sedan utan framgång ta över London Stock Exchange.

6.3 Teknologi

Nasdaq's system är ursprungligen inte egenutvecklade, men de ansvariga utvecklingsföretagen har förvärvat de senaste åren.²² Under år 2006 har Nasdaq integrerat flera system till en enda plattform, INET. Nu sker både handel med Nasdaq-noterade aktier och icke-Nasdaq-noterade aktier över plattformen.

Handelsplattformen Nasdaq Market Center (som använder INET-teknologi) ger marknadsaktörer möjlighet att få tillgång till, processa, visa och integrera order och priser och utföra transaktioner i mer än 7 700 aktieinstrument (inklusive exchange traded funds, ETFs). Nasdaq har i INET en internationell jämförelse mycket snabb matchningsmaskin (mindre än en millisekund i transaktionshastighet), vilket de räknar som en stark konkurrensfördel.²³

6.4 Notering

Företaget har sin verksamhet uppdelad i två segment; emittenttjänster och marknadstjänster. Emittenttjänster inkluderar notering av aktier, försäkringar, aktieägartjänster och utveckling och licensiering av finansiella produkter. Segmentet står för 15 procent av Nasdaq's totala intäkter.

Nasdaq har ungefär 3 100 noterade bolag. Av dessa är 335 icke-amerikanska bolag från 35 olika länder. De länder som har flest företag noterade på Nasdaq är Israel (68), Kanada (50) och Kina (35). Endast ett av de stora Stockholms-noterade bolagen, Ericsson, är även noterat på Nasdaq.²⁴ De bolag från Helsingforsbörsen (Nokia och Stora Enso) samt Köpenhamnsbörsen (Novo Nordisk) som är sekundärnoterade har valt NYSE.

Mellan 2004 och 2006 noterades 496 nya bolag på Nasdaq medan 426 bolag valde NYSE. Under 2006 noterades 137 nya bolag på Nasdaq. Detta motsvarade 67 procent av antalet IPOs, men bara 39 procent av kapitalet på de två börserna. Nasdaq har en låg

²² Företaget INET förvärvades i december 2005 och Brut (hanterade handel i ej-Nasdaqnoterade aktier) i september 2004.

²³ Som jämförelse kan nämnas att LSE den 31 oktober 2007 meddelade att de minskat tiden med över 40 procent och nu klarar transaktioner under 10 millisekunder.

²⁴ Volvo var tidigare noterat på Nasdaq, men avnoterades per 071231.

fast noteringsavgift samt en rörlig del beroende på antal aktier som noteras. Även vid maximal avgift ligger den totala avgiften på halva miniminivån för notering på NYSE.²⁵

Noteringsnivåer Nasdaq - antal noterade bolag dec 2006

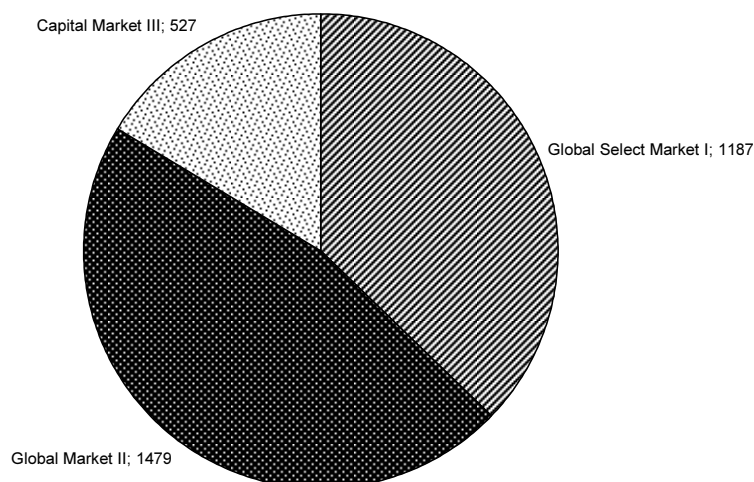


Bild 7. Fördelning mellan olika noteringsnivåer på Nasdaq dec 2006. www.nasdaq.com

Nasdaq ställer minimikrav som måste uppfyllas för initial notering och sedan löpande krav. Nasdaq har sedan juli 2006 tre olika nivåer för notering, the Nasdaq Global Select Market, the Nasdaq Global Market (f.d. National Market) och the Nasdaq Capital Market; se bild 7. Nasdaq Global Select Market har enligt egen uppgift de högsta initiala noteringskraven i världen, inkluderande marknadsvärde, likviditet och lönsamhet. Uppdatering av vilka företag som kvalificeras ska ske årligen.

Nasdaq omtalas ofta som en teknikbörs och tyngdpunkten ligger fortfarande på IT-bolag som står för 24 procent. Sektorerna Finans och Hälsovård kommer dock inte långt efter; se bild 8. Av global marknadskapitalisering i informationsteknologi- och telekommunikationsektorerna stod Nasdaq 2007 för 28 procent av totala värdet.

²⁵ www.nasdaq.com

Nasdaqnoterade bolag per sektor

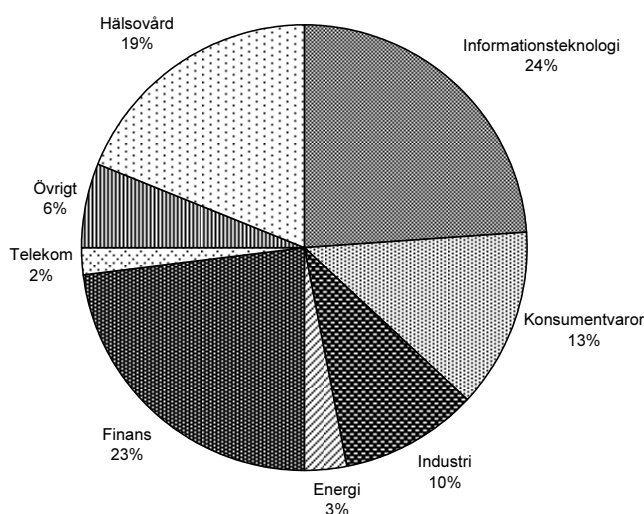


Bild 8. Fördelning på Nasdaq noterade bolag mellan olika sektorer dec 2006. www.nasdaq.com

6.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens

Marknadstjänster inkluderar handel och informationstjänster. Marknadsaktörer är market makers, intermediärer som verkar genom electronic communication networks, ECNs, registrerade aktiebörser och andra intermediärer. Nasdaq har ca 800 medlemmar. Genom Regulation NMS är det möjligt för en handelsplats att handla i aktier noterade på annan auktoriserad börs (dvs. som det är tänkt med MiFID).²⁶ NMS innebär också att affärer ska dirigeras dit de får bäst pris (jfr MiFID:s krav på "Best execution"). En köpare som placerar en order på t.ex. NYSE kan därmed matchas med en säljare på Nasdaq om den säljaren erbjuder ett lägre pris än någon på NYSE. Utöver att handla de bolag som är noterade på Nasdaq, erbjuder Nasdaq sina medlemmar möjlighet att via intermediär, som är medlem på t.ex. NYSE, handla NYSE-noterade aktier, en *order routing-lösning*. I denna låter Nasdaq medlemmar internalisera till låg kostnad. Detta har lett till att Nasdaq idag står för c:a 25 procent av omsättningen på NYSE och 46 procent av omsättningen på AMEX. Avseende Nasdaq-noterade bolag har Nasdaq en marknadsandel på 77 procent.²⁷

²⁶ Regulation NMS (National market system), SEC, har fyra komponenter: the order protection rule, the access rule, the market data rule och the sub-penny rule.

²⁷ Nasdaq 2006 Annual Report

Utveckling omsättning

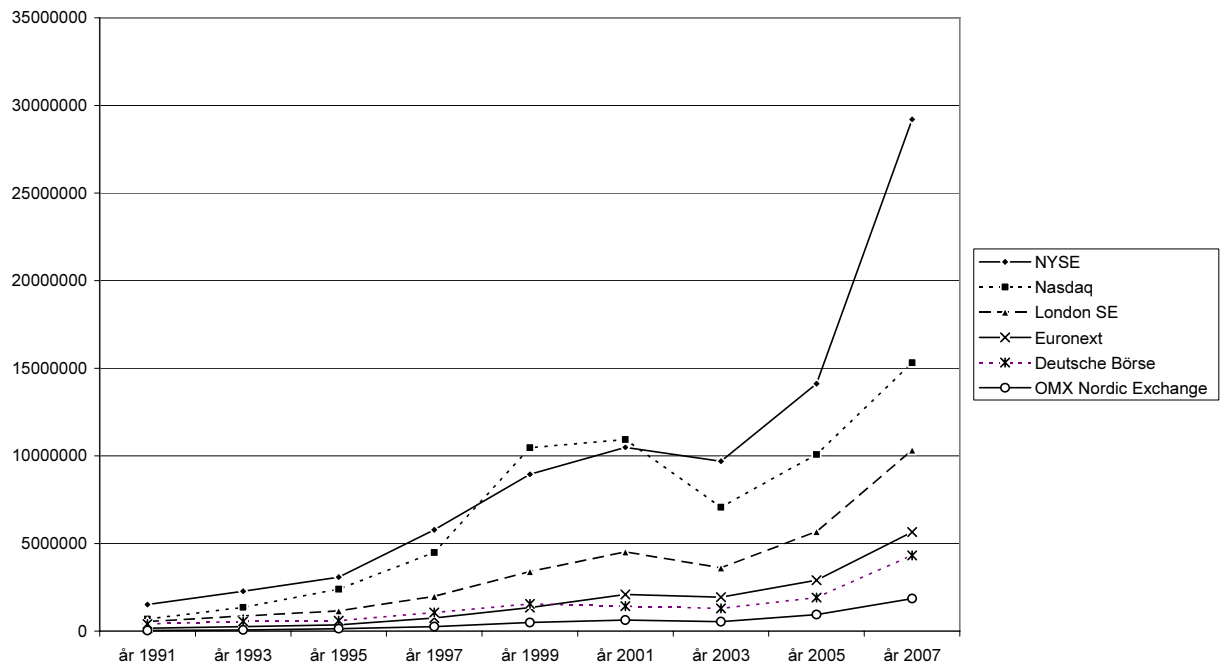


Bild 9. Utveckling av omsättning 1991-2007. MUSD.
World Federation of Exchanges.

Nasdaq har lyckats skapa den högsta omsättningshastigheten bland världens marknadsplatser; se bild 2.²⁸ Nasdaq anger främst tre orsaker till detta:

- Nasdaq har några av världens populäraste aktier listade, t.ex. Google och Cisco.
- Nasdaq betalar för likviditet. De som bidrar till likviditet genom att lägga in order får betalt utifrån en differentierad prisskala. Nasdaq tar betalt t.ex. 7 cents av den som handlar på en inlagd order och betalar 6 cents till den som lägger in ordern. Det ger små marginaler och de lever därmed på volym.
- Nasdaq har en mycket snabb ordermatchning. Nasdaqs marknadsstatistik visar att en order i Nasdaq-noterade bolag i genomsnitt genomförs på 3,2 sekunder medan en motsvarande order i NYSE-noterade bolag kräver 7,5 sekunder.²⁹ I en miljö där s.k. programhandel blir allt vanligare innebär detta en stor fördel.³⁰

Marknadstjänster stod 2006 för 85 procent av intäkterna. Marknadsintäkterna kommer dels från de transaktionsavgifter som den som handlar på ordern betalar (per aktie) och dels ”tape fees”³¹ från Nasdaqs andel av handeln avseende aktier noterade på NYSE

²⁸ Omsättningshastigheten är den omsatta volymen över en viss tid, t ex ett år, dividerad med det totala marknadsvärdet på de värdepapper som är noterade på börsen (market cap).

²⁹ www.Nasdaq.com 5 december 2007.

³⁰ Vid så kallad programhandel tas initiativet till handel av program som identifierar prisavvikelser som existerar bråkdelar av sekunder. Hastigheten är då avgörande för att kunna utnyttja båda sidorna av en avvikelse och inte bli stående med en exponering.

³¹ The Consolidated Tape Association (CTA) övervakar distribution av realtidsdata avseende handel och marknadsdata för aktier och obligationer noterade på New York Stock Exchange (NYSE) och American Stock Exchange (AMEX).

eller AMEX. Nasdaq säljer också marknadsdata och informationstjänster via ett omfattande distributionsnät.

6.6 Post-trade

På den amerikanska marknaden hanteras merparten av clearing och settlement av värdepappersaffärer av Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC, som är en ej vinstdriven organisation som ägs och drivs av användarna.³² DTCC är världens största organisation för post-trade-infrastruktur och avvecklade 2006 mer än 1 500 biljoner³³ dollar i aktietransaktioner. De stora skalfördelarna som uppnås i den amerikanska post-trade infrastrukturen medför en mycket hög effektivitet och låga kostnader för intermediärerna. Enligt EU-kommissionens rapport är en inhemsk EU-transaktion upp till åtta gånger dyrare i den europeiska post-trade-miljön än hos DTCC. Förutom att skalfördelarna i jämförelse med Europa, kommit värdepappersmarknadernas egentliga kunder, emittenterna och investerarna, till godo har också den amerikanska post-trade strukturen medfört att alternativa handelsplatser, så kallade ECN eller ATS på ett enkelt sätt har kunnat etableras och attrahera likviditet. DTCC verkar genom sex dotterbolag. Bland dessa kan nämnas European Central Counterparty Ltd (EuroCCP) som bildats för att sköta clearing och avveckling till handelsplattformen Turquoise.

7. Borse Dubai

I det här kapitlet presenteras Borse Dubais framväxt och nuvarande verksamhet. Framställningen är deskriptiv. Rådet redovisar i kapitel 10 sin bedömning av hur den nya gruppen Nasdaq OMX med Borse Dubai som största ägare kan möta omvärldsförändringarna och vilka konsekvenser det kan få ur finansplatsperspektiv.

7.1 Företaget

Borse Dubai Limited bildades den 7 augusti 2007 i Dubai International Financial Centre DFIC (finansiell frizon). Borse Dubai Limited ägs till 60 procent av Investment Corporation of Dubai³⁴, till 20 procent av Dubai Group³⁵ och till 20 procent av DIFC Investment³⁶. Det är tre statliga bolag med separata styrelser. Enligt budinformationen är Borse Dubais enda syfte att agera holdingbolag för investeringar i börser, inklusive Dubai Financial Market DFM (nationell börs) och Dubai International Financial Exchange Limited, DIFX.³⁷

³² DTCC är ett holdingföretag som bildades när Depository Trust Company (DTC) och National Securities Clearing Corporation (NSCC) gick ihop 1999.

³³ I följt av femton nollor.

³⁴ ICD är helägt av Dubais regering. ICD ska förvalta Dubais regerings investeringsportfölj och är enligt erbjudandehandlingarna en finansiellt och administrativt oberoende enhet.

³⁵ Dubai Group ägs enligt erbjudandehandlingarna av bolag närliggande till Shejk Mohammed bin Rashid Al Maktoum.

³⁶ DIFCA kontrolleras av Dubai International Financial Centre Authority.

³⁷ Borse Dubai äger också 100 procent av DB Stockholm AB som bildats med syftet att lämna och genomföra erbjudandet alternativt agera moderbolag till OMX om det alternativa scenariot skulle inträffa.

DFM bildades år 2000 och är nu som första börs i regionen ett publikt aktiebolag noterat på egna börsen (80 procent ägs av Borse Dubai och 20 procent är börsnoterat). DFM är en lokal börs med en stor andel småsparare. DFM är handelsplats för värdepapper utgivna av publika ”joint-stock”-företag, obligationer utgivna av den federala regeringen eller någon av de lokala regeringarna eller offentliga institutioner i landet, andelar i investmentfonder och andra lokala eller utländska finansiella instrument. Marknadskapitaliseringen var per sista december 2006 126 miljarder dollar. DFM regleras av Emirates Securities and Commodities Authority (ESCA) som också är tillsynsmyndighet för Abu Dhabi Securities Market (ADSM).

DIFX, som är regionens första internationella börs, bildades i september 2005. Börsen bedriver handel i aktier, sukuk (islamiska obligationer), obligationer och strukturerade produkter. Syftet var att skapa en enda plattform som fyller investerings- och handelsbehoven hos en bred bas av både lokala och internationella investerare.

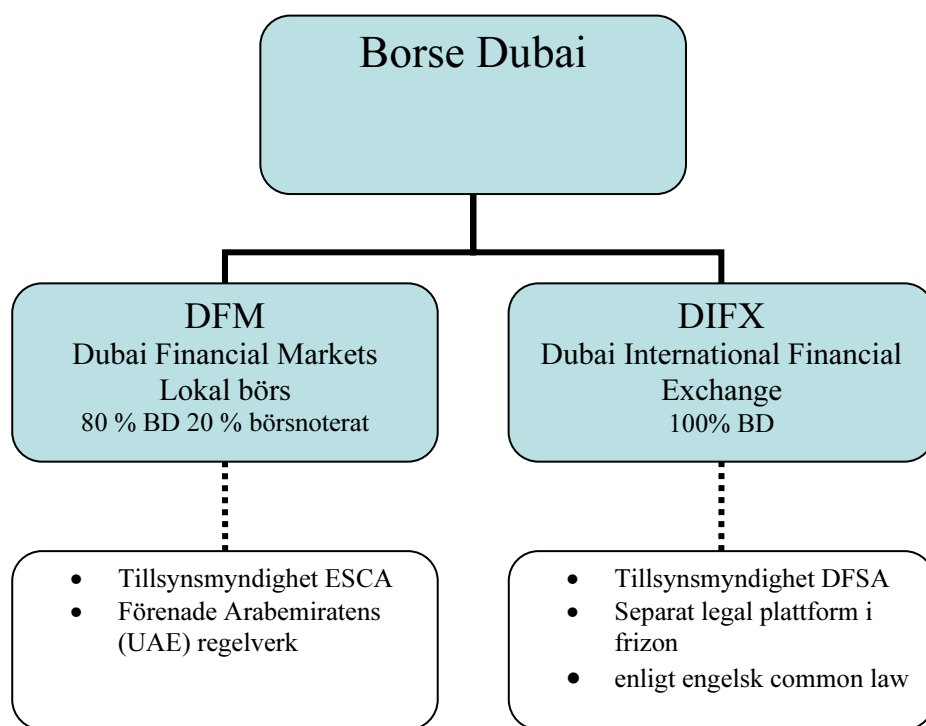


Bild 10. Struktur Borse Dubai. www.borsedubai.ae

DIFX är lokaliserat till Dubai International Financial Centre (DIFC), en finansiell frihandelszon som bildades 2004. En separat legal plattform av internationell standard, inklusive reglerare, har byggts för att ge basen för DFIC. Lagstiftningen³⁸ för frizonen bygger på engelsk common law.³⁹ Zonen har eget och oberoende domstolsväsende och en självständig reglerare, Dubai Financial Services Authority (DFSA). Den separata

³⁸ The Law of the Dubai International Financial Centre, 2004.

³⁹ Den engelska rättsordningen och de rättsordningar som bygger på denna, såsom den australiensiska eller jamaikanska. I denna bemärkelse är common law en rättsfamilj. I denna betydelse skall begreppet common law skiljas från begreppet civil law, som betecknar de kontinentaleuropeiska rättsordningarna och de rättsordningar som bygger på dessa (till exempel den japanska rättsordningen).

legala plattformen är erkänd av arabemiratens reglerare. Ordförande för DFIC är Shejk Mohammed bin Rashid Al Maktoum, Dubais högste ledare, som också är Förenade arabemiratens premiärminister.

DIFX's verksamhet leds av styrelsen och tre kommittéer.⁴⁰ DIFX:s styrelse består av sju ledamöter, varav minst hälften måste vara oberoende non-executive ledamöter.

Borse Dubai har aviserat att bolaget (börsen) ska noteras så småningom, men ingen exakt tidsplan har angivits. De hänvisar till att börsnoteringsvägen svept fram över världen de senaste årtiondena och att deras del av världen helt enkelt ligger efter i detta avseende.

7.2 Affärsmiljö och strategi

Dubai är ett av de sju emiraten i Förenade Arabemiraten, FAE. Dubai har sedan 1988 haft en genomsnittlig årlig tillväxt på elva procent. Mellan 2003 och 2006 har den nominella tillväxten i genomsnitt varit 20 procent⁴¹. Valutan är UAE Dirham (AED) som är kopplad till USA-dollar.⁴² Det finns idag ingen direkt fungerande kapitalmarknad i Gulfregionen, men mycket kapital till följd av höga oljeintäkter.

Flera länder i regionen har de senaste åren startat lokala börser (varav tre i emiraten) och uttalat höga ambitioner (DIFX dock den enda med höga internationella ambitioner). Även om oljebranschen var den ursprungliga drivkraften i Dubais ekonomiska utveckling är Dubai i nuläget ett av de få länder i regionen som inte har oljeinkomster som sin främsta inkomstkälla. År 2006 stod oljesektorn för 5 procent av BNP och 2008 beräknas oljan bara bidra med 1 procent av statens inkomster. Dubais BNP bestod 2006 av tjänster (52 procent), tillverkning (16 procent), byggnadsindustri (13 procent) och finans (7 procent).⁴³ Dubais ambitioner är att satsa på infrastruktur i hela regionen. Regionen som omfattar ett 40-tal länder i Nord- och Östafrika, Mellanöstern, den kaspiska regionen samt Syd- och Centralasien har 2 miljarder invånare. Dubai har genom satsningar på bl.a. ett regionalt flygbolag (Emirates) och en internationell hamn (DP World) skapat förutsättningar för handelsutvecklingen i regionen. Det finns högtflygande visioner för 2015 som identifierar tillväxtområden, bland dessa finansiell sektor.⁴⁴ De flesta större internationella finansiella företagen finns representerade i regionen (drygt 450 företag reglerade av finansinspektionen).

Dubaibörsen är liten men växer snabbt och har mycket god lönsamhet i tillväxtmarknaderna som ger gott cash flow till koncernen. DFM hade 2006 en lönsamhet på hela 93 procent att jämföra med OMX 34 procent och Nasdaq 13

⁴⁰ De tre kommittéerna är Kommittén för revision och riskhantering, Kommittén för marknads tillsyn och Kommittén för utnämningar och ersättningar.

⁴¹ Nominell tillväxt anses bättre spegla den verkliga dynamiken i den här regionen, eftersom den reala behandlar ökade oljepriser som inflation och inte tar hänsyn till att den stora delen av oljeintäkterna kommer i dollar.

⁴² 1 AED = 0,27 USD per 14 januari 2008.

⁴³ Erbjudandehandling till aktieägarna i OMX AB 080104.

⁴⁴ Dubai Strategic Plan 2015, publicerad i februari 2007

procent.⁴⁵ Målet är att bli en av världens tre ledande internationella finansiella centrum. Frågan de ställt sig är hur de bäst ska uppnå detta. De har utvärderat ett antal alternativ under en lång process.

7.3 Teknologi

Handelsplattformen på DIFX är den senaste versionen av Atos Euronext Market Solutions NSC handelsplattform. Handelsplattformen är en anonym orderdriven marknad, men tillåter market makers att ställa marknad i noterade produkter. I utbyte kvalificerar sig market makers för lägre transaktionsavgifter. Medlemmar erbjuds olika möjligheter till uppkoppling som en del av DIFX handelsplattform. Vid en trekontinental börslösning har DIFX förbundit sig att använda OMX teknologi, vilket DFM redan gör.

7.4 Notering

DIFX har i dagsläget aktier, obligationer, islamiska obligationer (Sukuk) och strukturerade produkter noterade.

På den internationella börsen finns i dagsläget 13 noterade bolag. Aktier noterade på DIFX inkluderar Albaraka Banking Group, DP World, Gold Fields and Kingdom Hotel Investments.⁴⁶ De noterade bolagen kommer från ett antal länder som Storbritannien, Tyskland, Sydafrika, Australien, Schweiz, Indien, Kuwait, Saudiarabien och Förenade arabemiraten. Det totala marknadsvärdet av alla värdepapper noterade på DIFX var per årsslutet 2006 21 miljarder dollar (29 miljarder per december 2007) varav 6,7 miljarder avsåg aktier, 7,6 sukuk (islamiska obligationer), 1,9 övriga obligationer och 4,9 strukturerade produkter.⁴⁷ Merparten är noterade på den nationella börsen DFM med 56 bolag. Den 29 november 2007 var DFM:s marknadskapital 124 miljarder dollar. Finans står för 53 procent av marknadsvärdet och fastigheter för 26 procent.⁴⁸

DIFX är världens största börs avseende sukuk med 44 procent av det noterade värdet. Sukuk⁴⁹ är islamkompatibla obligationer som är stort och kraftigt ökande finansiellt instrument i den muslimska delen av världen. I takt med att börsen växer planerar man att introducera andra värdepapper som derivat och exchange-traded funds, produkter som i många fall inte existerar i regionen i nuläget.

DIFX har under senhösten 2007 introducerat en ny plattform, TraX, för strukturerade produkter, den enda i sitt slag i regionen. Produkterna är exponerade mot aktier på DFM och Abu Dhabi Securities Market (ADSM), samt kopplade till råvaror som olja och socker. I oktober 2007 introducerade DIFX tillsammans med HSBC också en

⁴⁵ Operating income. Källa: Årsredogörelser.

⁴⁶ DP World, en av världens största hamnoperatörer, noterades på Dubai International Financial Exchange (DIFX) den 26 november 2007, vilket var Mellanösterns största IPO värderad till 4,96 miljarder dollar.

⁴⁷ DIFX Annual Review 2006.

⁴⁸ Motsvarar 456 miljarder AED. DFM Monthly Bulletin oktober 2007.

⁴⁹ Shariakompatibla certifikat som skapas genom paketering av shariakompatibla tillgångar. Sukuk är en av de vanligaste islamiska produkterna. Islamiska produkter är produkter som är i överensstämmelse med en av Sharia Supervisory Board godkänd shariastruktur.

grupp index som följer konventionella obligationer och internationella sukuk från Mellanöstern.

7.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens

Borse Dubai säger sig erbjuda institutionella och andra investerare tillgång till nya möjligheter på tillväxtmarknader och tillgång till en av världens största likviditetspooler.

DIFX har 19 medlemmar, vilket inkluderar ett antal välkända internationella banker. Investerare kan handla genom en medlem i DIFX eller genom en intermediär från UAE (Unified Arab Emirates) som är ansluten genom en DIFX-medlem.

7.6 Post-trade

Börsen driver sin egen Central Security Depository, CSD och erbjuder central motpartsclearing (CCP). DIFX äger och driver också en Registrator. DIFX använder eClearSettles system för sina clearing- och avvecklingstjänster. DIFX har ett avtal med Euroclear om avveckling av DIFX-transaktioner cross-border med Euroclears många medlemmar. Euroclear arbetar med Deutsche Bank för att tillhandahålla access till DIFX CSD.

8. Kombinationen Nasdaq/ Dubai/ OMX (tänkt organisation)

8.1 Företaget

Budhistorik: Planerna på ett samgående mellan OMX och Nasdaq presenterades den 25 maj 2007 i en gemensam pressrelease. Planerna hade utarbetats i största samförstånd och under detta arbete fanns det inget för OMX konkurrerande alternativ. Den 17 augusti offentliggjorde Borse Dubai i sin tur ett kontanterbud på 230 kronor för aktierna i OMX. Den 20 september presenterade Nasdaq och Borse Dubai ett kombinerat erbjudande. Samma dag visade ytterligare en aktör intresse, men Nasdaq-Borse Dubai gick vidare och presenterade ett nytt bud på 265 kronor, varefter denne aktör dragit tillbaka sin ägarprövningsansökan.

Enligt pressmeddelandet 26 september 2007 hade Borse Dubai och Nasdaq då säkrat 47,6 procent av aktierna i OMX genom direkt ägande, optionsavtal och oåterkalleliga åtaganden. Åtaganden var bland annat villkorade till att acceptfristen för Borse Dubais erbjudande inleds senast den 15 februari 2008 och att inget nytt konkurrerande bud lämnas över 303 kronor. Fullföljandevillkoret avseende aktieägares accept av Borse Dubais erbjudande ändrades då också från mer än 90 procent till mer än 50 procent. Om inte Borse Dubai uppnår ägande av 67 procent av OMX aktierna kan transaktionsavtalet sägas upp och ingen skyldighet finns att sälja aktierna vidare till Nasdaq. Detta benämns i erbjudandehandlingarna "det alternativa scenariot".

Det kombinerade erbjudandet är komplext och innebär en serie av transaktioner. Det innebär i korthet att

- Borse Dubai kontant köper aktierna i OMX och säljer sedan i stort sett simultant dessa vidare till Nasdaq. Nasdaq betalar dels kontant och dels i aktier i det nya kombinerade företaget.
- Borse Dubai blir därmed största enskilda ägare i Nasdaq OMX med 19,99 procent direktägande (men får bara rösta för fem procent) och 8,4 procent via en så kallad trust.
- Nasdaq blir strategisk aktieägare och köper 33,3 procent av DIFX (ersättning 50 miljoner dollar), som byter namn till Nasdaq DIFX.
- Borse Dubai köper 28 procent av aktierna i LSE från Nasdaq (transaktion 25 september 2007).

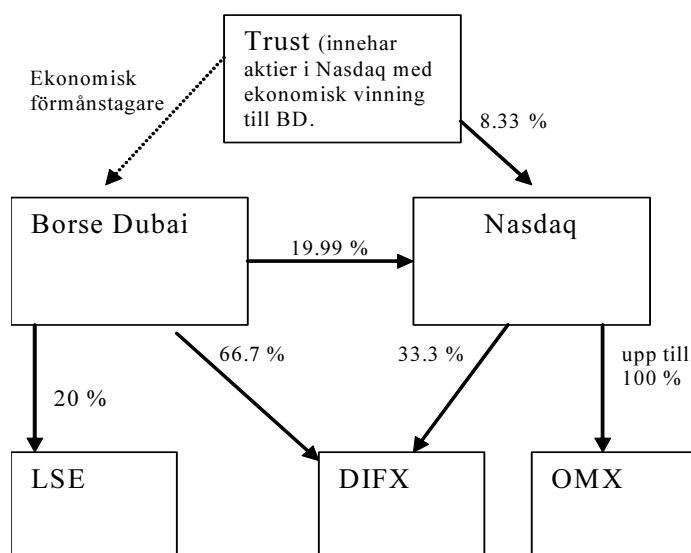


Bild 11. Ägande efter transaktionerna. SEC Definitive Proxy Statement 14A Nasdaq

Samgåendet mellan OMX och Nasdaq som presenterade i maj var avsett "att skapa världens största nätverk av börser och börskunder sammanlänkande via teknologi" och att vara "världsledande leverantör av börsteknologi". I pressreleasen i maj skrevs också att det nya bolaget är väl positionerat för en aktiv roll i ytterligare konsolidering i Europa, på tillväxtmarknader, i Amerika och Asien. Positionen avseende tillväxtmarknader torde förstärkas ytterligare i och med kombinationen med Borse Dubai. Erbjudandet innebär att den första "trekontinentsbörsen" i världen bildas.

Jämfört med dagsläget får det sammanslagna bolaget självklart ett större marknadsvärde (5,6 miljarder dollar) och blir nummer två i världen. Med Nasdaqs köp av Borse Dubais OMX-aktier och köp av andel i DIFX ökar det sammanslagna bolagets finansiella skuldsättning. Redan skuldsättningseffekterna av de föreslagna planerna till samgående i maj ledde till en nedgradering av Nasdaqs kreditrating av Moody's.

Efter de olika turerna under hösten 2007 fortsätter de planer som Nasdaq presenterade i maj avseende OMX i stort sett att gälla, medan Borse Dubai blir storägare i det sammanslagna företaget. Det nya företaget ska heta **Nasdaq OMX Group, Inc.**

Det nya bolaget struktureras med ett holdingbolag i USA, vars aktier börsnoteras på Nasdaq. Enligt erbjudandehandlingen ska Nasdaq vidta ”kommersiellt rimliga åtgärder för att söka uppnå en sekundärnotering” av Nasdaq OMX koncernen i Stockholm.

Nasdaq har i nuläget ett spritt ägande, med bara en ägare som har över tio procent av kapitalet. De nuvarande aktieägarna i OMX skulle enligt Nasdaqs maj-erbjudande erhållit aktier i det nya bolaget som dellikvid. Detta skulle inneburi att Nasdaqs aktieägare skulle äga ca 72 procent och OMX aktieägare ca 28 procent av det nya bolaget (utifrån aktiekurser 23 maj 2007). Genom överenskommelsen mellan Nasdaq och Borse Dubai kommer i stället Borse Dubai (inklusive trust) att äga de ca 28 procenten i Nasdaq OMX Group och de nuvarande aktieägarna i OMX som accepterar budet kommer inte genom budet (kontant) få något ägande i det nya företaget. Borse Dubai blir alltså den i särklass största ägaren i Nasdaq OMX Group, även om de bara får rösta för 5 procent.

Det utländska ägandet i Nasdaq har aktualiserat diskussionerna om s.k. sovereign wealth funds. USA:s president har vetorätt till utländska förvärv eller investeringar i USA om denne anser det hota rikets säkerhet. Dubai Ports Worlds förvärv av amerikanska hamnar stoppades 2006 efter en intensiv debatt. Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS, har genomfört en undersökning av lämpligheten med Dubaiskt ägande av Nasdaq ur ett säkerhetsperspektiv. CFIUS gav ett godkännande den 28 december.

I Nasdaq OMX Group kommer styrelsen att bestå av 16 ledamöter, varav nio nomineras av Nasdaq, två av Borse Dubai och fyra av OMXs styrelse, samt det nya bolagets CEO. En av de fyra nominerade av OMX styrelse ska vara vice ordförande för koncernen. OMX äger också rätt att utse en fjärdedel av ledamöterna i varje kommitté i koncernen. Till CEO föreslås Nasdaqs nuvarande CEO Robert Greifeld och till President OMX' nuvarande VD Magnus Böcker.

Huvudkontoret för koncernen kommer vara lokaliserat i New York liksom CEO och President. European Growth Markets kommer enligt planerna lokaliseras i London och Transactions Services Nordics i Stockholm. Borse Dubai och Nasdaq har i sin gemensamma pressrelease poängterat att huvudkontoret för den europeiska verksamheten ska ligga i Stockholm, som också ska vara globalt centrum för gruppens teknologiverksamhet. Det sammanslagna bolaget kommer att ha 2 349 anställda i 22 länder.

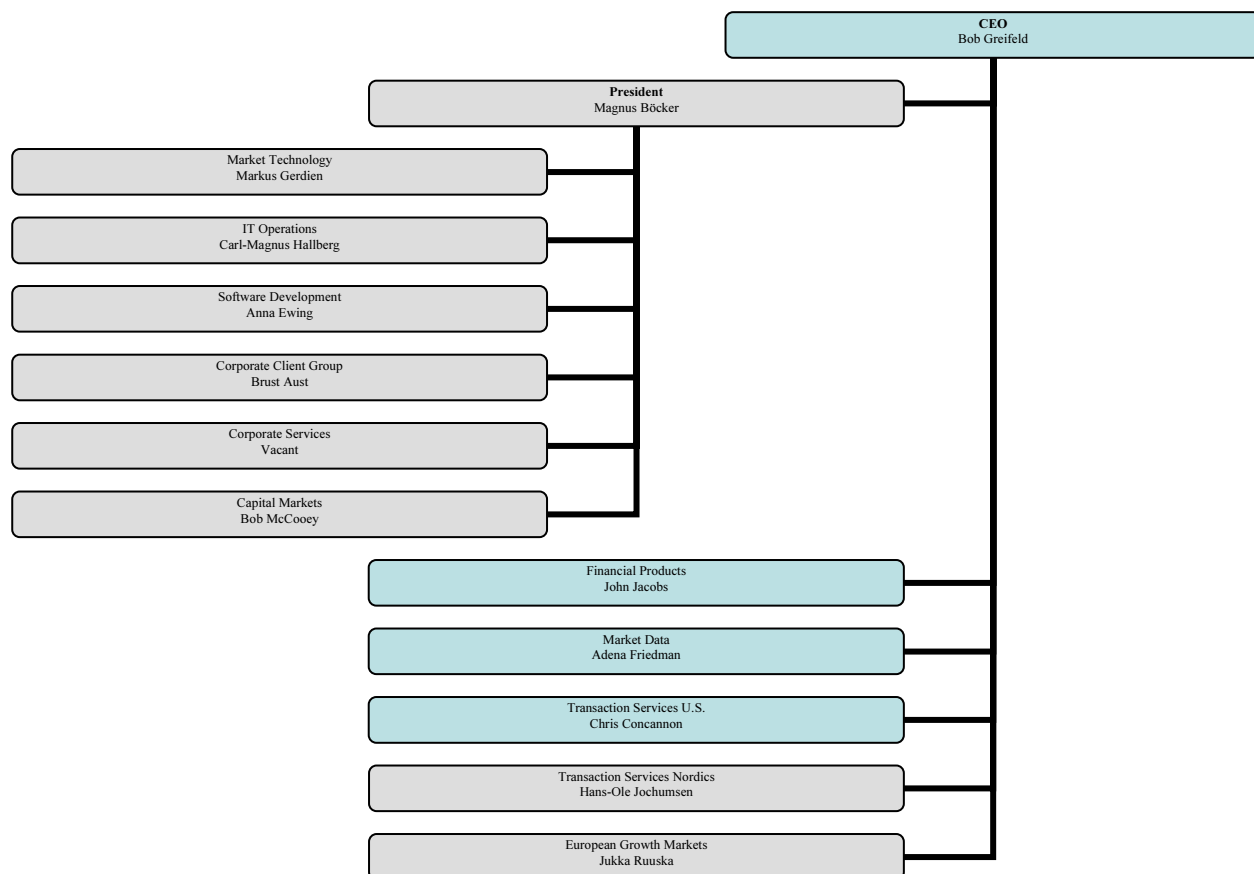


Bild 12. Per september planerad affärsorganisation Nasdaq OMX Group. Nasdaq presentation Stockholms Handelskammare 14 september 2007.

Den nuvarande juridiska strukturen under OMX anges kvarstå; se bild 13. Sammansättningen av den lokala styrelsen i OMX Exchanges kommer att förbli oförändrad. Nasdaq anger också att nuvarande nordiska kommittéer i princip ska kvarstå i existerande form.

Den nationella tillsynsmyndigheten har kontroll över respektive börs. Avseende risken för att amerikanska börsregler via ägarbolaget ska påverka handeln på börser i andra länder har Nasdaq och amerikanska SEC försäkrat att SEC bara bryr sig om aktiviteter i USA.⁵⁰ Däremot kommer, liksom hittills, nordiska bolag som skulle vilja notera sig i USA omfattas av det amerikanska regelverket.

⁵⁰ se <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-96.htm>

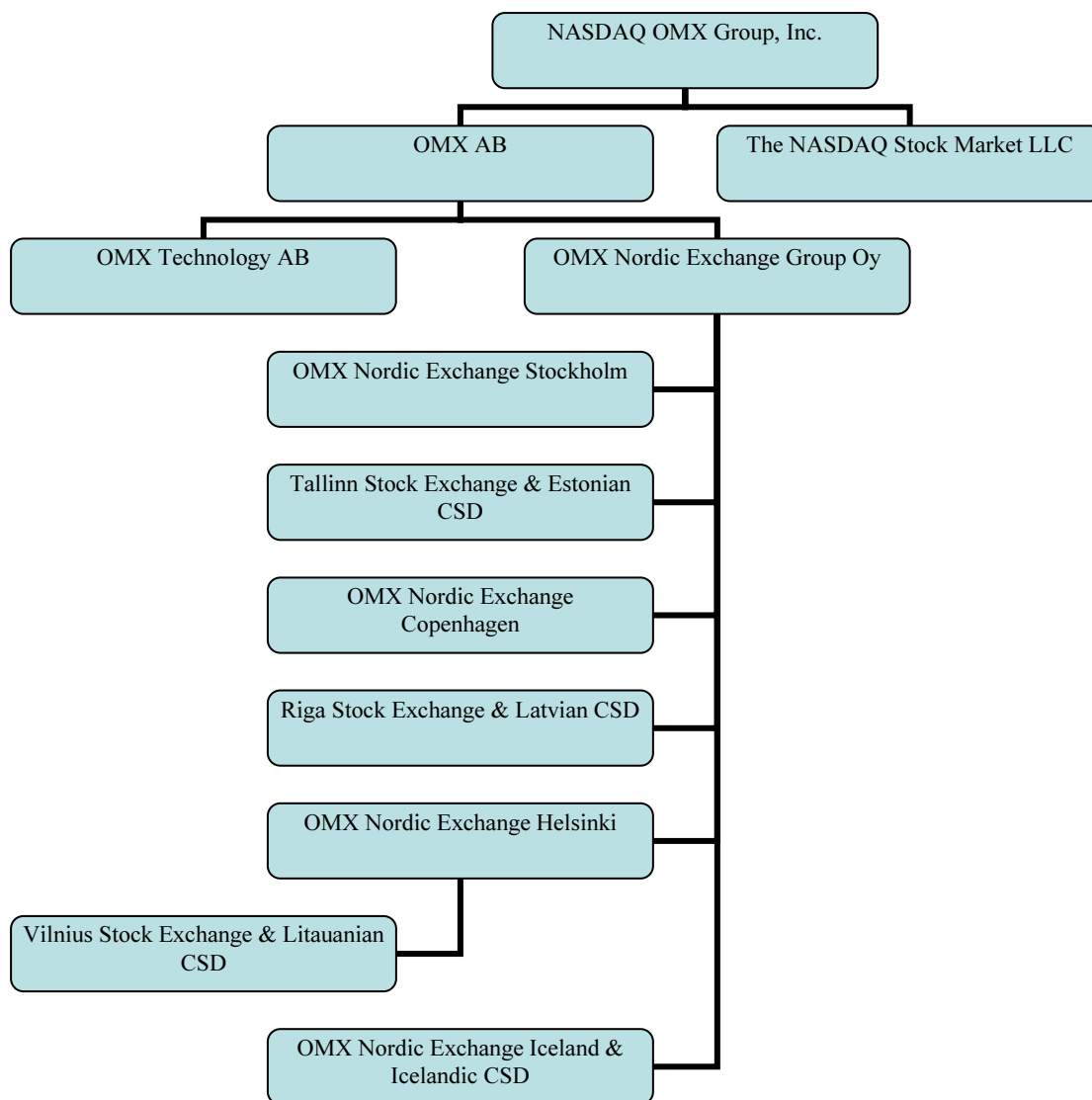


Bild 13. Planerad legal organisation Nasdaq OMX Group. Nasdaq presentation Stockholms Handelskammare 14 september 2007.

8.2 Strategi

Verksamheten kommer inte bara att fokusera på att konkurrera på den mogna marknaden i västvärlden, utan företaget har även ambitionen att vara inkörsporten till regionen Mellanöstern/Afrika som har hög tillväxt och ännu låg konkurrens.

Nasdaq har deklarerat sin avsikt att dra fördelar av MiFID. De ser det inte som ett hot utan som en möjlighet. Nasdaq OMX har en uttalad ambition att utnyttja Nasdaqs erfarenheter av att verka på en ytterst konkurrensutsatt marknad med inte bara konkurrerande börser – i första hand NYSE – utan även många konkurrerande ECNs (motsvarar ungefär MTF). I USA har man redan gått igenom processen genom införandet av Regulation NMS (se kapitel 6.5). Nasdaq vill ge sig in i det europeiska priskriget om de stora aktierna och genom att kopiera strategin i USA uppnå ökad

omsättning på OMX' börser. Detta skulle innebära att utveckla OMX i Europa utifrån Nasdaqs erfarenheter och strategi i USA (best execution, lågpris, routing).

Borse Dubai avsåg tidigare att använda OMX (som redan är ett erkänt och neutralt varumärke i regionen) som varumärke för DIFX internationellt, men kommer nu i stället att använda varumärket Nasdaq. OMX har en unik erfarenhet av att länka samman börserna i en region. Denna kunskap vill Borse Dubai använda för att på samma sätt länka samman existerande börser i sin region.

8.3 Teknologi

Enligt Nasdaq OMX kommer investerare och medlemmar "att gynnas genom en gemensam IT-infrastruktur och samverkan mellan de båda börsföretagen". Nasdaq OMX har räknat med en årlig synergipotential om ca 150 miljoner dollar per år från 2010, varav 50 miljoner på intäktssidan och 100 miljoner på kostnadssidan. Kostnadssynergier kommer att realiseras genom "rationalisering av IT-system och datacenter (66 miljoner), eliminering av överlappande administrativa funktioner, reducerat investeringsbehov samt lägre inköpskostnader. Intäktssynergier kommer att uppnås genom ökad likviditet, ökad gränsöverskridande handel, ökat antal internationella noteringar, nya informationsprodukter och ökad teknologiförsäljning".

Enligt planerna ska Stockholm vara gruppens globala centrum för teknikutveckling. Förutom att själva använda avancerad teknik är avsikten att OMX ska fortsätta sälja teknik även till andra marknadsplatser. OMX är redan etablerade som teknikleverantörer till många börser i Mellanöstern och Asien. Ett område är även att leverera system till nya MiFID-aktörer. Gruppen avser föra fram OMX' Genium⁵¹.

Företagskombinationen innebär att två tekniskt framstående börser slår ihop sina kunskaper. OMX bedöms ha mycket bra processer, medan Nasdaq är snabbare att realisera resultatet. Nasdaqs INET är ett mycket modernt system med en extremt snabb matchningsfunktion, men är bara byggt för aktiehandel i USA.

⁵¹ OMX introducerade i februari 2007 egenutvecklade Genium, nya teknologier för handel, post-trade och informationstjänster. Genium är enligt OMX inte enbart utvecklat för att bli världens snabbaste handelssystem, utan kombinerar också innovativ funktionalitet och en modulbaserad konstruktion med standardiserad uppkoppling, vilket möjliggör snabb affärsutveckling. De första leveranserna omfattar standardiserade lösningar som ger tillgång till handel och marknadsdata, baserade på FIX (Financial Information eXchange) och FAST (FIX Adapted for Streaming) protokoll. FAST ökar hastigheten och förbättrar möjligheterna för den snabbväxande sektorn för programisk handel. Nordiska Börsen blir först med att implementera Genium och börjar med att erbjuda FIX-tillgång till marknadsdata från aktiehandeln, vilket följs av FIX-tillgång till handel. Därefter planerar Nordiska Börsen att flytta över aktie-, derivat- och övrig handel till en Genium-baserad lösning.

Företaget avser att på ett par års sikt satsa på ett gemensamt framtida handelssystem där de bästa delarna av INET och Genium förs samman samt den order routing-teknik som finns på Nasdaq. Tanken är att använda Nasdaqs routing expertis för att erbjuda nordiska medlemmar tillgång till marknader över hela Europa. Nasdaqs strategi antas kunna fungera i Europa när MiFID är sjösatt. Nasdaq OMX Group kan vara medlem i LSE, Euronext och Deutsche Börse och erbjuda routing. OMX har förhoppningar om att kunna lösa problemen med olika CSD i Europa via sin broker service.

Möjligheter ska ges för dem som är uppkopplade till Nasdaq att bli medlemmar på OMX. I utgångsläget planeras dock fortsatt separata handelsplatser och separata orderböcker. En transatlantisk länk är i dagsläget inte aktuell bland annat p.g.a.:

- 1) reglering (se avsnitt 3.3)
- 2) teknologi
- 3) post trade (se avsnitt 8.6)

Mutual recognition diskuteras mellan USA och Europa, men tills vidare är samordningsfördelarna små sett ur börsmedlemmarnas perspektiv.

Parterna har uttryckt sig förhållandevis skeptiskt till sekundärnotering av bolagen på Nasdaq och OMX eller gemensam orderbok p.g.a. valuta, tidzon, regelverk m.m. Investerarna vill handla på den marknadsplats där likviditeten finns och det är i hemmamarknaden.

8.4 Notering

Det nya företaget blir enligt egen utsaga störst i världen avseende antal noterade bolag. Det nya bolaget beräknas ha 3 919 bolag (NYSE/Euronext 3 428, LSE 3 307, Deutsche 866); se bild 14. Av dessa är 3 414 inhemska och 743 utländska noteringar.⁵² Nasdaq har sagt att lokala noteringskommittéer ska finnas kvar i Norden.

Enligt Nasdaq OMX kommer emittenter att ”ha fördel av ökad synlighet och direkt tillgång till den största investerarbasen i världen”. Detta ska man uppnå genom program för institutionella investerare, genom att ge de nordiska bolagen tillgång Nasdaq MarketSite med ceremonier, pressträffar etc. samt distribution av Nordic Exchange marknadsdata till amerikanska investerare. Ökad handelsaktivitet och likviditet förväntas också sänka kostnaden för kapitalförsörjning. För de bolag som är noterade på Nasdaq ingår fler tjänster än för de noterade i Norden. Serviceerbjudandet i Norden ska anpassas till Nasdaqs.

⁵² Siffrorna är en ren summering och ingen hänsyn har tagits till eventuella sekundärnoteringar.

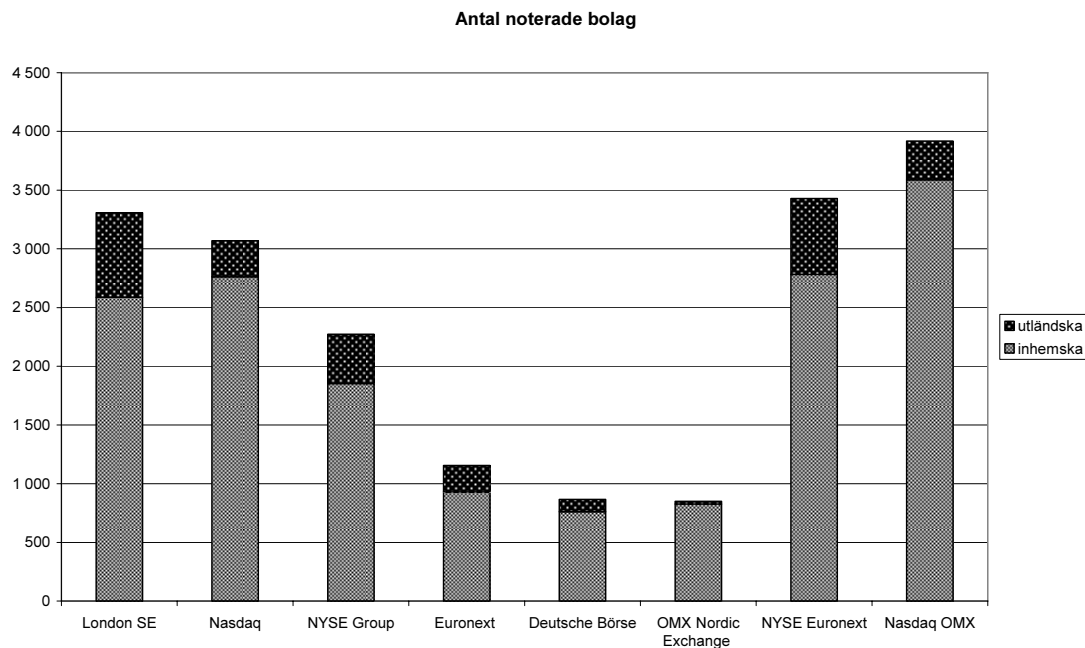


Bild 14. Fördelning inhemska och utländska noterade bolag för ett urval börser per december 2007. World Federation of Exchanges. OMX redovisas inklusive 126 bolag på First North.

De USA-baserade börserna har för närvarande svårt att attrahera utländska emittenter på grund av de stränga Sarbanes Oxley-reglerna. Sekundärnotering i USA är därmed inte särskilt trolig för bolag noterade i Norden, men vill Nasdaqs kunder sekundärnotera sig i Europa kan de i detta scenario göra det via OMX. Valuta är dock en viktig fråga. Vill ett företag bli noterat i euro erbjuds Helsingfors.

För ett bolag innebär det såväl kostnader som legala risker att vara noterat. Är hemmabörsen välutvecklad, dvs. har gott förtroendekapital och har lyckats attrahera många medlemmar (intermediärer) så att slutinvestorer 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.

Notering handlar även om starka varumärken. Nasdaq hänvisar till att de har en aggressiv säljstyrka som avser bearbeta t.ex. företag i Ryssland för en notering i Norden (men inte säkert i Stockholm). För ett företag i Östeuropa som funderar över notering finns enligt OMX två aspekter:

a) Nasdaq OMX är ett bra varumärke. OMX Nordic Exchanges har visat att man på mycket kort tid har lyckats marknadsföra sig som *en* börs och det bör Nasdaq OMX också kunna göra.

b) Investeringar blir alltmer sektor/branschindelade. Där är OMX redan ledande/bland de ledande i vissa sektorer och med Nasdaq kan man lägga till ytterligare sektorer.

Företaget beräknar att ca 25 procent av de noterade bolagen kommer att avse telekom och IT, med finansiella sektorn på andra plats med 24 procent följt av hälsovård motsvarande 16 procent; se bild 15. Nasdaq har större resurser att få in internationella noteringar. OMX söker inte primärt emittenter utanför hemmarknaderna, men det har Nasdaq haft som strategi att göra. Det finns nischer som är mycket starka, skog och IT framför allt, och som skulle kunna locka företag från t.ex. Östeuropa. Av global marknadskapitalisering i IT- och telekommunikationsektorerna hade Nasdaq och OMX 2007 tillsammans ca 32 procent av totala värdet. Det bolag som tvekar att notera sig i USA p.g.a. regler m.m. kan få ett intressant alternativ i Europa under Nasdaq OMX Groups varumärke.

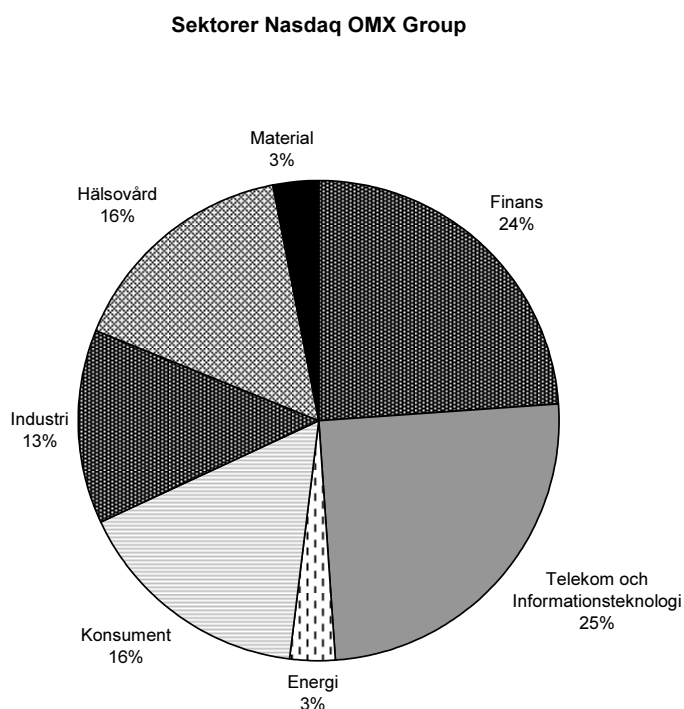


Bild 15. Fördelning av noterade bolag på sektorer för Nasdaq OMX Group. Nasdaq presentation Stockholms Handelskammare 14 september 2007.

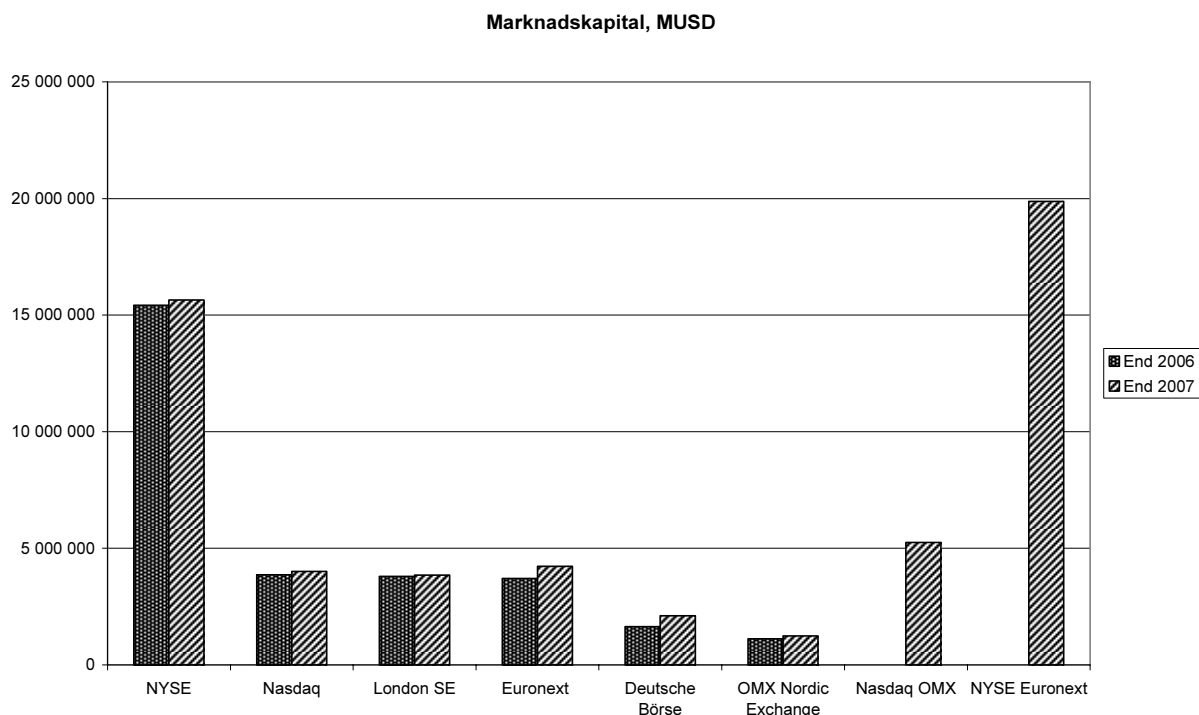


Bild 16. Inhemsk marknadskapitalisering för ett urval börser för december 2006 och december 2007. World Federation of Exchanges.

8.5 Handel: Omsättning, likviditet och konkurrens

Förutom ”en gemensam IT-infrastruktur och samverkan mellan de båda börsföretagen” kommer enligt Nasdaq OMX investerare och medlemmar ”att gynnas genom större likviditetspooler och högre handelsvolym, tillgång till fler produkter och förbättrad produktdiversifiering”.

Större likviditetspooler och högre handelsvolym

Tillsammans skulle Nasdaq och OMX enligt sina egna beräkningar komma att processa en genomsnittlig handelsvolym om 6,5 miljoner transaktioner per dag motsvarande ett värde på ca 65 miljarder dollar.

Omsättningshastigheten för OMX är ca 130 procent och för Nasdaq ca 300 procent av market cap på årsbasis; se bild 2. Den högre omsättningen beror till stor del på programhandel. Det drivs också av låga kostnader där USA ligger betydligt lägre (speciellt avseende post-trade).

Vid så kallad programhandel tas initiativet till handel av algoritmprogram som identifierar prisavvikelse som existerar bråkdelar av sekunder. Hastigheten är då avgörande för att kunna utnyttja båda sidorna av en avvikelse och inte bli stående med en exponering. Hastigheten bestäms av hur nära huvuddatorn medlemmarna får placera egna datorer. Marknadsdata kommer genom denna närhet upp fort direkt från handelsmaskinen. Programhandel är vanlig i USA och blir alltmer vanlig även i Europa. Deutsche Börse anger t.ex. att programhandel står för 40 procent av

aktiehandelsvolymerna, medan andelen överstiger 50 procent för Nasdaq. Programhandel är outvecklad i Norden, vilket innebär att här finns en stor potential till ökad omsättning på de nordiska börserna. OMX inför nya tjänster som ska stödja detta. Hittills har OMX istället ”förlängt” tiden för de Stockholmsbaserade handlarna för att skapa konkurrensneutralitet mot aktörer i övriga Norden (allt handlar om millisekunder).

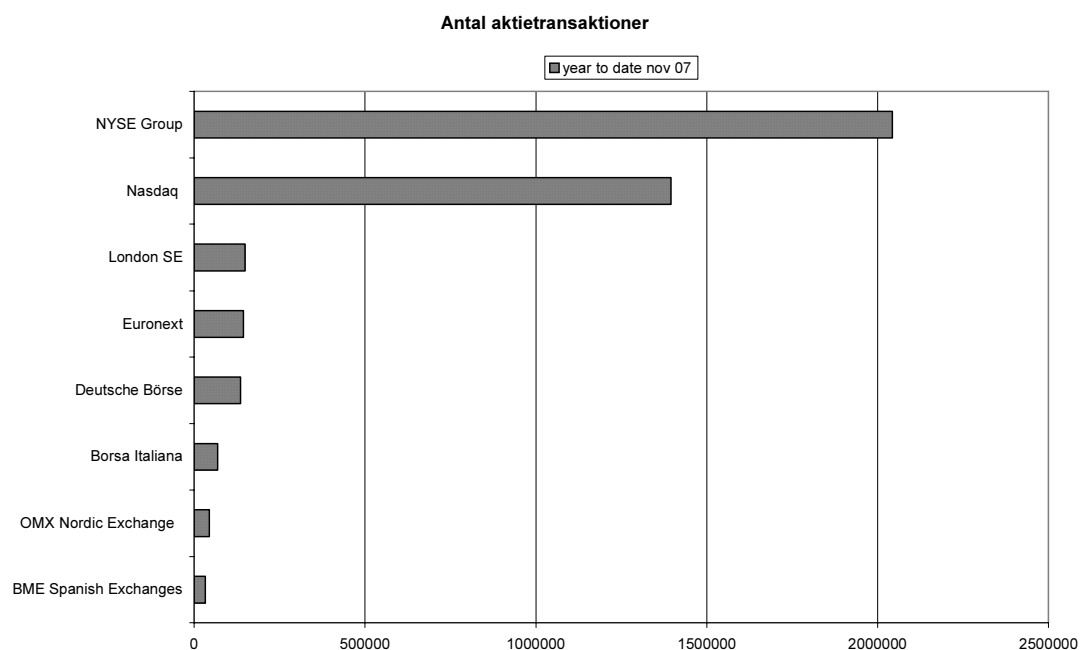


Bild 17. Antal aktietransaktioner för ett urval börser per november 2007. World Federation of Exchanges, december 2007.

Nasdaq's handelssystem kallas INET medan OMX' system för aktiehandel kallas Saxess. INET har rätt att göra internaffärer till best execution och routar övrigt (som inte kan matchas internt) direkt till börserna. Det är detta man vunnit andelar på (snabbast på att ruta). Den matchning som sker i Nasdaq's ordermatchning anses vara extremt välutvecklad och snabbast på marknaden, vilket är betydelsefullt vid programhandel.

Nasdaq betalar "liquidity providers" (de som lägger order) utifrån en differentierad prisskala. Däremot tar man betalt av dem som handlar på order som finns och man tar betalt per transaktion baserat på antal underliggande aktier. Det ger små marginaler och de lever därmed på volym. På OMX tar man betalt utifrån värde och transaktion och både av dem som lägger order och de som handlar på ordern även om det är lägre pris för dem som lägger order. Prisstrukturen är tämligen komplicerad utifrån både procent på värdet och styckkostnad, kombinerat med ett system av mängdrabatter. Nasdaq's beslut att betala för likviditet beskrevs av Nasdaq's VD som "a jump off the cliff"; det gäller att våga för det påverkar intäkterna negativt initialt och det tar ett tag innan det ökat volymen så mycket att det visar sig i intäkterna. Strategin har visat sig fungera eftersom omsättningen har ökat. Den strategin tror företaget på även i Norden och senare i ett bredare europeiskt perspektiv – vilket alltså kommer att innebära lägre transaktionskostnader på sikt i Norden.

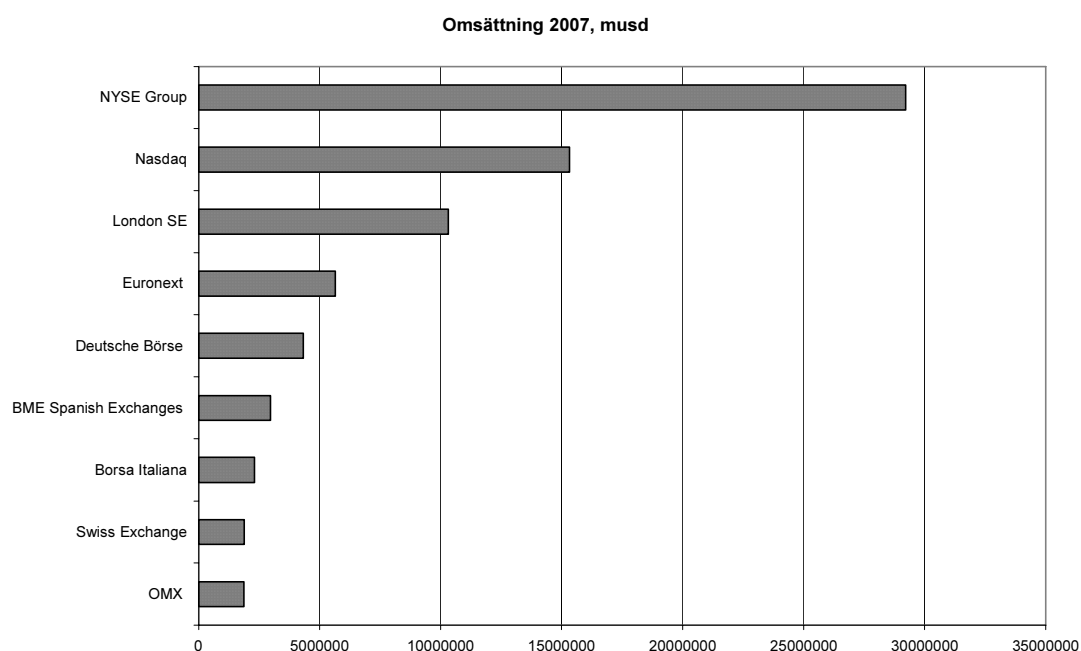


Bild 18. Totalt värde aktiehandel för ett urval börser year to date- oktober 2007. World Federation of Exchanges, november 2007.

Utökade öppettider är ingen garanti för större omsättning och ökad likviditet, slutinvesterarna måste också vara aktiva vilket inte börser kan säkra. Däremot kan överlappande öppettider spela viss roll. Enligt Nasdaq bör det komma in amerikanska investeringar i Norden under de timmar som USA och Norden har öppet samtidigt.

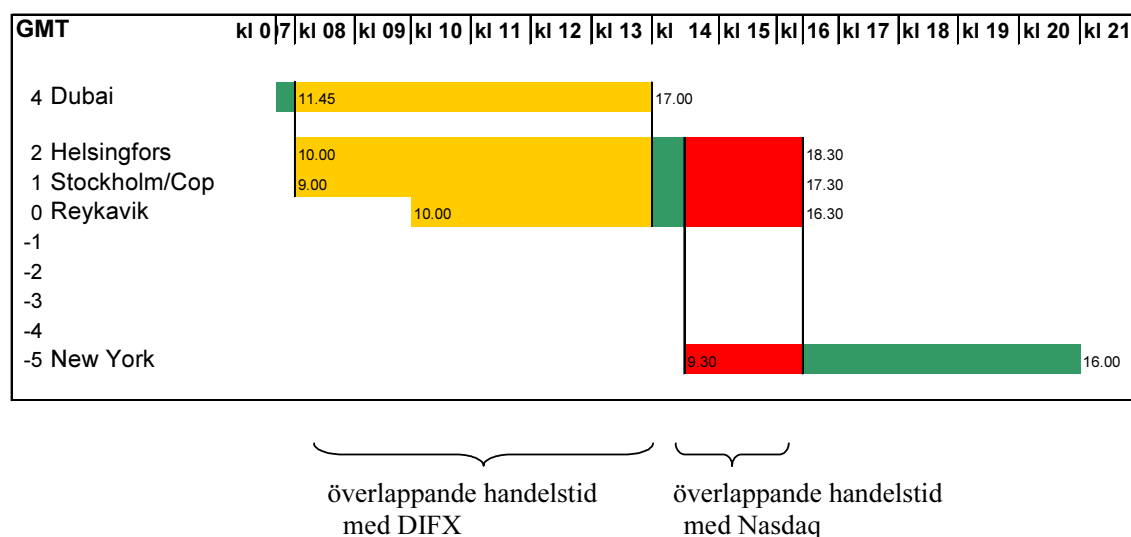


Bild 19. Överbärande handelstider i GMT. Öppnings- och stängningstid angiven för respektive handelsplats i lokaltid på respektive rad. Nasdaqs tider avser "market hours". Egen.

Tillgång till fler produkter och förbättrad produktdiversifiering

OMX Nordiska börs är Europas tredje största marknadsplats för handel och clearing av aktierelaterade derivat. Detta är en del som Nasdaq saknat och sagt sig vilja bygga vidare på. Efter köpet av Philadelphia Stock Exchange (avtalat november 2007) blir dock Nasdaq den tredje största amerikanska optionsmarknaden. Att länka samman derivathandel är enklare än att länka samman aktiehandel.⁵³

Den derivatprodukt som Nasdaq främst varit framgångsrikt på att utveckla är olika indexfutures (som är stort i USA) och här räknar man med att kunna bidra till att utveckla produktfloran i Europa via OMX. Enligt Nasdaq OMX kommer ny bredare marknadsinformation att göra att de kan få ”användning av sin produktexpertis och utveckla flera kombinerade index som omfattar kompletterande aktier och derivat från existerande index”.

OMX’ räntesida är inte någon stor del av verksamheten, men den tjänar pengar. I Sverige har OMX en roll som clearingmotpart för derivat. I Sverige sker dessutom en del handel mellan market makers i Saxess (OMX’ elektroniska broker) och Riksgäldens auktioner sker i OMX’ system. Den institutionella räntemarknaden sker utanför börsen såväl i Sverige som i Danmark, men en del retail-handel sker över börsen. Här har den danska börsen en stark ställning bl.a. beroende på hur bostadsupplåningen är organiserad. Intjäningsmässigt är den svenska marknaden viktigare för OMX än den danska p.g.a. clearingintäkter. Nasdaq har i dag ingenting på räntesidan. Gruppen sägs kunna bli en större europeisk aktör med potential att köpa upp annan mindre aktör. Ju större spelare man är, desto mer möjligheter öppnar sig (utveckling, uppköp, egen shop etc.).

Market data är den verksamhet som går snabbast att integrera. Dock består den till viss del av produkter som de andra inte har. Nasdaq anger att de inte avser ändra OMX’ nuvarande erbjudanden utan istället addera fler produkter och använda sitt stora kombinerade nätverk för distribution av data.

8.6 Post-trade

DTCC hanterar post-trade för hela den amerikanska marknaden. Avsaknaden av harmonisering av clearing- och avvecklingsfunktionen inom Norden utgör däremot en stor risk för OMX i sin relation till de mycket viktiga fjärrmedlemmarna; se kapitel 4. Den nordiska regionen skiljer sig dessutom från resten av Europa och USA genom att inte ha central motpartsclearing för avistamarknaderna. Detta påverkar också möjligheterna till programhandel och order-routing negativt. Post-trade kommer enligt Nasdaq OMX inte att vara ihopkopplad eftersom Europa och USA ska fortsätta som separata handelsplatser.

⁵³ Derivat prissätts utifrån underliggande aktier och den har central motpartsclearing, vilket innebär att man inte avvecklar affärerna i en CSD. Någon registerfunktion krävs inte heller.

9. OMX på egen hand – Konsekvenser för Stockholm som finansplats

Rådet vill poängtera att det scenario vi presenterar i kapitel 4.5 är vad vi bedömer vara en rimlig beskrivning mot bakgrund av de olika EU-direktiven. Men utvecklingen är förstås oviss, framför allt hur fort förändringarna kan tänkas ske. I detta kapitel gör rådet en bedömning av hur förändringarna *påverkar handeln med finansiella instrument i Stockholm och Stockholm som finansiellt centrum*. Utgångspunkten är 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.

9.1 Förmåga att attrahera personal

OMX' lönsamhet kommer troligen att minska om handeln i stora bolag blir konkurrensutsatt från andra marknadsplatser. Sjunger lönsamheten kan det leda till besparingar som påverkar antalet OMX-anställda i Norden (i dag ca 1 500 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. Intermediärernas förmåga att attrahera kompetent personal kan dock i någon mån försämrats om handeln i de mest prestigefyllda bolagen till viss del flyttar utomlands.

9.2 Förtroende och regelefterlevnad

För att investerare ska känna förtroende för en handelsplats ställer de krav på ett gott regelverk för notering och handel samt att börserna har god pris- och informationsövervakning. Förtroendet för finansplatsen bör inte påverkas av vem som äger börserna. Det övergripande regelverket styrs av regelgivningen inom Europa. Harmoniseringen leder också till att regleringen successivt blir mer konkurrensneutral. Harmoniseringen gör också att inslagen av självreglering kan förväntas minska över tiden. Men det finns inte anledning anta att börsernas motiv att inom dessa givna ramar ha regler som bidrar till att göra marknadsplatsen attraktiv för investerare och emittenter påverkas av vem som är ägare. Här är det konkurrenstrycket som torde vara den avgörande faktorn: ju hårdare konkurrens om investerare och emittenter, desto viktigare för börserna att se till att den har regler som inger förtroende.

Väl så viktigt för förtroendet som det formella regelverket är bilden av i vilken mån reglerna följs. Inte heller där ser rådet någon anledning anta att ägandet är en avgörande faktor. En långsiktig ägare har också anledning att tillämpa reglerna på ett sätt som stärker tilltron till marknadsplatsen.

9.3 Aktivitet i värdepappershandeln (omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)

De nordiska storbolagen är små i relation till storbolag i andra länder och en uppskattning är att endast de 10–20 största på OMX' börser skulle vara intressanta för andra marknadsplatser (t.ex. Turquoise) att priskonkurrera om.⁵⁴ Som svar på detta hot finns i huvudsak två strategier för OMX:

- Acceptera att en del av omsättningen i dessa aktier flyttar 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.

Att försöka mota konkurrensen genom att sänka priserna för handel på börser är emellertid ett ganska trubbigt verktyg. Det beror på att en stor andel av transaktionskostnaderna för de fjärran intermediärernas är att hänföra till post-trade. Det är därför viktigt att man i Norden effektiviserar post-trade för att öka konkurrenskraften.

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.

9.4 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. Även om delar av handeln i ett bolag flyttar ut till följd av MiFID finns egentligen ingen anledning att för bolaget 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 noteringsalternativ.

När ett företag ska noteras är de två viktigaste kraven att handelsplatsen har god likviditet och hög trovärdighet genom ett väl avvägt regelverk. Det är större sannolikhet att en aktie får en god likviditet med lokala medier som bevakar bolaget,

⁵⁴ 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, börsern är att betrakta som en mid/small cap-börs i ett internationellt perspektiv .

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 börsen. 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 fortsatt få en vidsträckt exponering.

När börsen 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 på den del av handeln som är minst konkurrensutsatt, 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. Men inte heller här finns det skäl att anta att ägarförhållandena är avgörande för benägenheten att söka utnyttja en stark marknadsposition, så länge ägaren har ett någorlunda långsiktigt perspektiv.

9.5 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. De mest lönsamma derivatprodukterna är indexprodukter och stora single stock derivat, även derivatmarknaden kan komma att bli konkurrensutsatt och här är OMX marginaler redan idag ganska pressade.

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, slutinvesterare 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. Pressen på intermediärerna att hålla sig i toppskiktet och därmed deras innovationskraft kan i någon mån försämrats om handeln i de mest prestigefyllda bolagen till viss del flyttar utomlands.

9.6 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 försämrats. 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 börserna. 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.

9.7 Sammanfattande bedömning OMX stand alone – konsekvenser för finansplatsen

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

Konsolideringsvägen 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. 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 nya ägarlösningar som aviserats på senare tid.

Även om ovanstående utveckling vore bekymmersam 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-hantering 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 strukturuomvandlingen inom Europas värdepappersmarknader genom att förbättrad likviditet sänker riskerna och genom att lägre totala transaktionskostnader ökar avkastningen.

Vi förväntar oss sammanfattningsvis att en viss andel av handeln i de allra största aktierna flyttar och att den nordiska börser 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.

10. Nasdaq OMX Group – Konsekvenser för Stockholm som finansplats

Utgångspunkten i det här kapitlet är att företagsgruppen Nasdaq OMX Group blir verklighet. Nedan följer rådets bedömning av hur förändringarna vid Nasdaq OMX Group påverkar handeln med finansiella instrument i Stockholm och Stockholm som finansiellt centrum *i jämförelse med OMX Stand alone*. I viktiga avseenden torde följderna vara oberoende av om OMX får nya ägare eller ej och mer vara hänförliga till

förändringarna på värdepappersmarknaderna generellt. Noteras bör också att vad som än är överenskommet vid affärsdesignen kan de nya ägarna fatta andra beslut framöver om de så önskar.

Analysen är strukturerad utifrån vilka kriterier (i fallande ordning) som är viktiga för en finansplats; se kapitel 2. Då Borse Dubai trots att de kommer att vara stor ägare (20 procent) ändå kommer att ha begränsat inflytande (5 procent) i Nasdaq OMX ser inte rådet affären som ett samgående. Som den största ägaren och strategisk samarbetspartner bedömer rådet ändå att Borse Dubai kan bidra till koncernens verksamhet vilket beskrivs separat i stycke 10.7.

10.1 Förmåga att attrahera personal

Precis som för OMX stand alone torde lönsamheten minska för den kombinerade gruppen p.g.a. ökad priskonkurrens. Rådet bedömer att Nasdaq OMX Group har bättre förutsättningar än OMX stand alone att kompensera intäktsminskningar med ökad omsättning. Företaget har presenterat potentiella kostnadssynergier på 100 miljoner dollar där samordning av vissa funktioner finns angivna. Som en del i kostnadsbesparingar finns precis som vid OMX stand alone ett scenario där företaget väljer att flytta vissa delar till billigare länder såsom Indien.

Ett OMX med internationella kopplingar kan stimulera OMX' personal och skapa förbättrade karriärmöjligheter för de anställda. Att Stockholm blir gruppens globala teknolog centrum och plattform för internationell teknikförsäljning bör innebära en förstärkning för teknikdelen. Detta leder troligen till att personal från USA kommer till Stockholm, vilket bör bidra till ett kreativt klimat.

Humankapitalet är avgörande för innovationsförmågan. USA anses ligga minst två år före Europa på det finansiella området. Även om vi inte kan förväntas importera mycket amerikansk personal till Norden bör vi kunna importera kunnande. Denna kunskapsuppbyggnad kan så småningom sprida sig till resterande finansiella företag i Norden.

OMX högsta ledning flyttar utomlands vilket måste anses som negativt för OMX personal. Även andra kvalificerade tjänster kan tänkas flytta ut, t.ex. till London-kontoret. Sverige är ett litet land och även nettoförluster på marginalen av kvalificerade tjänster är därmed negativt.

I det korta perspektivet bedömer rådet att ägarförändringarna inte kommer att ha en stor betydelse utan att de olika konsekvenserna uppväger varandra. I det långa perspektivet är det mer oklart vad den nya ledningens åtgärder kommer att innebära.

Redan i dagsläget bedömer marknadsaktörerna i Sverige att de har vissa svårigheter att rekrytera kvalificerad personal. Med EU:s 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.

10.2 Förtroende och regelefterlevnad

För att investerare ska känna förtroende för en handelsplats ställer de krav på ett gott regelverk för notering och handel samt att börsen har god pris- och informationsövervakning. Förtroendet för den nordiska börsen bör inte påverkas av vem som äger börsen, så länge det är fråga om en långsiktig ägare. Det övergripande regelverket styrs av regelgivningen inom Europa.

Även Nasdaq anses ha ett gott regelverk och rådet bedömer därmed inte att det finns risk att förtroendet för den nordiska börsen skulle minska genom association med Nasdaq, utan snarare tvärtom då Nasdaq har ett mycket starkt varumärke. Företaget har därför anledning att agera på ett sådant sätt att varumärket värnas även i en (hypotetisk) situation där börsen i Stockholm inte ger god lönsamhet för att inte skada sin övriga verksamhet. Att den nya företagsgruppen är börsnoterad säkrar transparens.

10.3 Aktivitet i värdepappershandeln (omsättning, likviditet, transaktionskostnader och konkurrens)

Bildas en större börs som får en större likviditetspool så kan det ge lägre kostnader för börsen och lägre priser för emittenter och investerare i Norden. Stora börser innebär skalfördelar som reducerar transaktionskostnader. När handelsvolymen ökar blir det enklare för köpare och säljare att hitta varandra vilket ger ökad likviditet. Aktiepriserna reagerar då snabbare på förändringar i utbud och efterfrågan. Detta är positivt för både köpare och säljare, liksom i förlängningen för emittenterna.

För att dra stordriftsfördelar i form av ökad omsättning vid sammanslagning/samarbete mellan börser behövs både användning av samma plattform (gör att en intermediär endast behöver en teknisk uppkoppling mot *en* marknadsplats för att kunna handla på alla marknadsplatser i gruppen) och harmoniserade handelsregler (för att den intermediär som tekniskt kan handla mot marknader i flera länder inte ska behöva hålla reda på flera olika handelsregler vilket innebär merarbete och administrativ kostnad). Detta har skett i de nordiska länderna vid samarbeten och sammanslagningar med OMX vilket har lett till fler fjärrmedlemmar och ökad omsättning på de nordiska börserna. Sannolikheten att Nasdaq OMX ska nå lika långt i samordning är mindre då såväl regelverk som öppettider skiljer sig avsevärt.

Det bör observeras att alla stora amerikanska investmentbanker redan är uppkopplade mot OMX via London och de flesta pannordiska aktörerna har uppkoppling till Nasdaq och NYSE via kontor i NY. Erbjudandet om uppkoppling skulle därmed bara vara intressant för mindre aktörer i USA respektive Norden som inte handlar särskilt frekvent på dessa marknader idag. Det torde dock sänka kostnaderna för nordiska aktörer etablerade i USA eftersom teknologin blir densamma på sikt.

Emellertid kan Nasdaq OMX få synergier internt, framförallt avseende underhåll och utveckling om man opererar alla börser inom koncernen på samma handelssystem.

MiFID, som tidigare beskrivits, ger helt ny konkurrensmiljö och den kan utgöra en fördel för Nasdaq OMX. Den miljön finns i princip redan i USA och där har Nasdaq varit en mycket framgångsrik utmanare. Den uttalade strategin är att konkurrera genom att sänka priserna, dels för att undvika att handeln i stora svenska aktier flyttar och dels för att konkurrera om attraktiva aktier noterade på andra marknadsplatser. Därmed minskar marginalerna och lönsamheten, men lägre priser kan göra att omsättningen ökar, vilket kan förväntas kompensera en del av marginalpressen. Det bygger förstås på att det finns ett intresse för programhandel i nordiska aktier – små och medelstora bolag är knappast attraktiva. OMX Nordic Exchanges opererar för närvarande med en betydligt högre rörelsemarginal (Markets 53 procent och Info New Markets 40 procent) än Nasdaq (13 procent). I den nya MiFID-miljön kommer marginalerna att sjunka i hela branschen i Europa.

Precis som för OMX stand alone bedömer rådet att en central motpartsclearing (CCP) skulle förbättra möjligheterna för Nasdaq OMX att uppnå större likviditetspooler och högre handelsvolym. Avsaknaden av CCP i Norden har stor påverkan på post-trade-kostnaderna.

Affärer med central motpartsclearing nettas mot varandra och bara slutsumman behöver avvecklas. Det underlättar programhandel, som leder till stora mängder små transaktioner och påverkar också intresset för order-routing. Med order-routing styrs affären automatisk till handelsplats med bästa pris, vilket innebär att man får direkta åtaganden mot okänd motpart (ingen CCP som går in som central motpart) vilket kan upplevas som en oönskad risk.

Prissänkningar avseende transaktioner på börsen är alltså inte lika effektivt konkurrensmedel i Europa i jämförelse med hur Nasdaq använt taktiken i USA. I Europa är den största delen av de fjärran intermediärernas kostnader att hänföra till post-trade och särskilt då kostnaderna för att upprätthålla kontakterna med marginella marknader när alternativ finns på närmare håll för dessa intermediärer. Finns det en CCP-lösning kan dock en stor del av transaktionerna nettas vilket minskar kostnaderna för settlement, då få affärer behöver avvecklas mellan stora aktörer som har stora flöden. Post-trade, dvs. clearing och settlement, måste lösas på ett effektivt sätt, i alla fall om erbjudandet för medlemmar på Nasdaq respektive OMX att handla på de respektive börserna ska ha något värde. Om T2S blir av i framtiden så ökar möjligheterna att konkurrera om flödena mellan börserna i Europa och andra handelsplatser (MTFer).

Möjligheterna för börser att konkurrera om handel begränsas alltså om post-trade kostnaderna utgör en större del av transaktionskostnaderna och de positiva samhällsekonomiska effekterna blir mindre.

10.4 Emittenter/Kapitalförsörjning

Liksom i stand alone-scenariot bedömer rådet det som sannolikt att små och medelstora svenska företag kommer att vara noterade eller välja notering på den lokala

börsen (bibehållen riskkapitalförsörjning) och att det inte heller finns någon anledning för de större bolagen att ändra notering.

Detta baseras på att bolagen inte oroar sig för ”regulatory spill over”. Eventuella konsekvenser för reglering och övervakning av handeln med finansiella instrument ska enligt regeringens tilläggsdirektiv prövas i särskild ordning. Rådets bedömning ska därför utgå ifrån att handeln med finansiella instrument i Sverige och Norden även i fortsättningen omfattas av nationell reglering och tillsyn. Rådet vill ändå påpeka att samtal med marknadens aktörer visat att det trots SEC:s försäkran att de bara intresserar sig för aktiviteter i USA råder viss misstänksamhet avseende risken för ”regulatory spill-over”. I USA finns inte bara SEC utan ett flertal myndigheter på det finansiella området. Osäkerhet råder om andra delar av det amerikanska regelverket kan spilla över hit, t.ex. huruvida kongressbeslut på att vissa bolag är ”omoraliska” och inte ska noteras kan påverka Norden i förlängningen eller om Patriot Act (följd av terroristattacken) kan innebära att vissa bolag inte får noteras eller att viss information ska rapporteras. Osäkerhet avseende risken för ”regulatory spill-over” kan vara droppen som faller avgörandet om att välja annan plats för notering.⁵⁵

De noterade bolagen på OMX Exchanges bör få utökad service om tjänsterna anpassas till Nasdaq's noteringstjänster. Nasdaq OMX avser konkurrera i MiFID-landskapet, dvs. konkurrera om de stora mest handlade företagen. Rådet finner det svårare att bedöma vad de har för strategi för de små lokala företagen, men förutsätter att företaget vet värdet av nöjda kunder med tillväxtpotential.

En notering på Nasdaq OMX förstärker sannolikt de nordiska bolagens synlighet, men de nordiska företagen är små i internationell jämförelse och rådet bedömer därför att intresset att handla dessa är förhållandevis begränsat hos ytterligare amerikanska investerare.

Rådet bedömer att sekundärnotering av bolag inom den nya koncernen inte kommer att ske i någon större omfattning. SOX-reglerna gör det inte i dagsläget attraktivt för nordiska bolag att vilja sekundärnotera sig i USA. Emittenterna (speciellt de små) tycker redan att det är dyrt och arbetskrävande att följa nordiska börsens regelverk. Vissa Nasdaq-noterade bolag som vill ha sekundärnotering i Europa kan dock överväga Norden (men i så fall troligen i Helsingfors eftersom det ger en notering i euro).

Börser som har lyckats att locka utländska bolag är ofta starka i nischer. Rådets bedömning är att eventuell nyanotering av bolag från t.ex. Östeuropa troligen inte sker i Stockholm, utan i Helsingfors av nyss nämnda valutaskäl. Möjligheter att lyckas, med hänsyn till konkurrens från Frankfurt (om euron är en viktig faktor) eller London, bedöms som osäkra, även om Nasdaq OMX har mer resurser än OMX stand alone för detta.

⁵⁵ Även om lagregler som förhindrar en börs att tillämpa börsregler hämtade från ett annat land (inspirerade av det som i Storbritannien kallas Balls Act) skulle kunna stoppa direkt överflyttning av amerikanska börsregler, t.ex. SOX, så är ”regulatory spill-over” i vidare bemärkelse svårare att hantera, dvs att flera länders lagstiftning gör anspråk på att vara tillämplig i viss fråga.

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

Det är summan av bolag, slutinvesterare och intermediärer och samspelet dem emellan som för finansplatsen i stor utsträckning styr efterfrågan på kringtjänster. Finns de kvar i regionen kommer de fortsätta att efterfråga tjänster.

De mest avancerade kringtjänsterna (jurister, corporate finance etc.) brukar anlitas där företaget har sitt huvudkontor, vilket i Nasdaq OMX-alternativet blir New York. Då OMX inte tillhör de största finansföretagen i Sverige bör dock bortfallet inte blir så stort på marknaden som helhet.

I den kombinerade företagsgruppen bör utbudet av tjänster breddas då OMX´ nya ägare Nasdaq har andra typer av produkter på sina marknader, t.ex. indexkontrakt. Mötet mellan de två företagskulturerna bör ge innovationspotential.

Både OMX och Nasdaq har en framgångsrik historia som innovativa entreprenörsföretag som på många sätt varit nydanande i börsvärlden. Vid fallande lönsamhet skulle det finnas en risk för defensivt beteende från OMX´ sida (stand alone) som skulle kunna leda till åtgärder som negativt påverkar tjänsteutbudet. Nasdaq har dock en proaktiv inställning till förändringarna på den europeiska marknaden och rådet bedömer förutsättningarna för tillgång till specialister, innovationskraft och tjänsteutbud som förmånligare vid en kombination av företagen.

10.6 Stort antal kvalificerade placerare

Investeringarna har tillgång till i stort samma utbud av investeringsobjekt som tidigare och som i OMX stand alone. De flesta större svenska investeringarna 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.

Det är mer sannolikt att det kommer in ytterligare utländska investerare i Norden vid ett amerikanskt samgående (ökad synlighet och starkt varumärke) än vid OMX stand alone.

10.7 Borse Dubai som storägare i det nya bolaget

Att Stockholm blir gruppens globala teknolog centrum och plattform för internationell teknikförsäljning bör innebära en ännu tydligare förstärkning för OMX´ teknikdel med Borse Dubai som strategisk ägare i Nasdaq OMX. Borse Dubai har uttryckt en ambition att använda OMX´ erfarenhet och teknik för att länka samman börser i sin region.

Detta leder troligen till att personal från Mellanöstern kommer till Stockholm för kunskapsuppbyggnad, vilket bör bidra till ett kreativt klimat.

I den kombinerade företagsgruppen bör utbudet av tjänster breddas ytterligare då Dubai har andra typer av produkter på sina marknader, t.ex. sukuk. Sharia-kompatibla produkter är en starkt växande marknad även i västvärlden. Mötet mellan företagskulturer från tre kontinenter bör ge ytterligare innovationspotential.

Avseende noteringar kan möjligen också Borse Dubais medverkan i koncernen spela en roll. Rådet bedömer att sekundärnotering av nordiska bolag i Dubai inte är troligt i någon större omfattning (även om det nu finns både europeiska och nordamerikanska företag noterade där). Om något av DIFX:s bolag vill sekundärnotera sig och samtidigt undvika Sarbanes Oxley kan dock OMX vara ett alternativ.

10.8 Sammanfattande bedömning Nasdaq OMX Group – konsekvenser för finansplatsen

Precis som i OMX stand alone finns börsen 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-hantering blir mer effektiv, vilket borde leda till högre avkastning för investerare. Det sänker i förlängningen också kostnaderna för riskkapitalförsörjningen. De olika EU-initiativen på finansmarknaden kommer de närmaste åren att bidra till att konkurrensen i börsmarknaden ökar och marknadskrafterna kommer att få större betydelse. Det leder i sin tur till att de nationella börserna blir mindre dominanta i marknaden. Utvecklingen är i stor utsträckning oberoende av hur ägandet av OMX ser ut.

Rådet bedömer att OMX i kombinationen med Nasdaq har bättre möjligheterna att bibehålla likviditet, omsättning och noteringar i Norden jämfört med OMX stand alone. I vilken utsträckning detta sker beror till viss del på om handeln med stora aktier flyttas till London. Även möjligheterna att attrahera kompetent personal, innovationskraft och utbud av tjänster bedöms vara bättre i den kombinerade gruppen än i OMX stand alone. Rådet bedömer att Borse Dubai som storägare i Nasdaq OMX kan bidra ytterligare avseende dessa kriterier, liksom till att stärka Stockholm som centrum för börsteknologi. De av rådet bedömda fördelarna är dock till stor del beroende av vad den nya ledningen i Nasdaq OMX väljer att genomföra.

11. Slutsatser

Planerna på samgående mellan OMX och Nasdaq väcker frågor av flera olika slag. Affären som sådan är driven av en grundläggande företagsekonomisk logik: Vad är bäst för de berörda företagen och deras ägare? Detta är en självklarhet med tanke på att det är fråga om två börsnoterade och vinstdrivande företag. Rådet har inte haft i uppgift att värdera huruvida de motiv som presenterats, t.ex. i termer av förbättrad lönsamhet, gör att samgåendet framstår som en god affär. Det ansvaret vilar på ägarna till Borse Dubai

respektive Nasdaq. För de nuvarande ägarna till OMX är frågan om budet på deras aktier är tillräckligt högt. Inte heller här har rådet anledning att ta ställning.

Det rådet har att bedöma är hur bildandet av ett nytt företag, Nasdaq OMX, påverkar den svenska finansmarknaden i allmänhet och handeln med finansiella instrument i synnerhet. Därvid väcks delvis andra frågor än dem som nuvarande och blivande ägare har att ta ställning till. Med tanke på den helt dominerande position som de börser som OMX driver har på sina respektive nationella marknader, inte minst i Sverige, torde det ändå vara en fördel för finansmarknaden och värdepappershandeln om affären står på en stabil affärsmässig grund. Rådet väljer därför att även kommentera vissa företagsekonomiska aspekter av samgåendet som bedöms kunna påverka företagets agerande på den svenska finansplatsen.

OMX har i utgångsläget en helt dominerande position i de länder där företaget driver börsverksamhet. Det har givit verksamheten god lönsamhet. Till följd av fortsatt internationalisering, nya regler för värdepappershandeln i Europa och nya initiativ för att effektivisera clearing och avveckling kommer OMX att möta nya utmaningar. Vi bedömer att bolaget får svårt att klara nuvarande lönsamhet i den framtida europeiska värdepappersmarknaden med oförändrad strategi. Den nya miljön kräver nya initiativ vilka kan underlättas genom nya samarbeten eller samgåenden. Olika europeiska lösningar har tidigare sökts utan framgång. Mot denna bakgrund framstår en trekontinental börs – med verksamhet i Europa, USA och Mellanöstern – som ett gott alternativ.

Rådet bedömer att det är troligt att samtliga OMX' nationella börser kommer att operera med service mot emittenter och intermediärer oavsett ägare. För att de nationella börserna även i den framtida, mer konkurrensutsatta, miljön kommer att finnas kvar talar att det finns en tydlig efterfrågan från framförallt emittenter, men också investerare med bas i respektive land p.g.a. språk, regelverk, homebias, nyhetsbevakning m. m. Även om konkurrensen kommer att försämra lönsamheten bedöms den bli tillräcklig för att det kommer att bedrivas börshandel i Norden. OMX' starka position i utgångsläget gör att Rådet bedömer att det i det närmaste krävs aktiv misskötsel för att företaget inte ska ta hand om huvuddelen av noteringen av företag med hemvist i Norden. Detta förutsätter dock att bolagen inte oroar sig för "regulatory spill over". En sådan osäkerhet, om än obefogad, kan dock vara droppen som får ett noteringsbeslut att tippa över till fördel för annan börs. Samgåendet med Nasdaq ökar risken för att en sådan osäkerhet skulle kunna uppstå. För att minska sannolikheten för att en sådan oro ska uppstå bör regeringen i möjligaste mån verka för att undanröja sådan osäkerhet.

Handeln i nordiska aktier kommer också att finnas kvar i Norden, med reservation för att konkurrensen om de största bolagen kommer att hårdna. Det är emellertid inte ett problem för vare sig emittenter eller investerare utan berör i första hand börsföretaget (Nasdaq OMX eller OMX stand alone) och dess lönsamhet.

Mycket talar för att Nasdaq OMX har för avsikt att sätta upp en börs i London med central motpartsclearing via LCH.Clearnet och settlement i Euroclear Crest. Särskilt

de tidigare diskuterade bristerna inom post-trade talar mot nordiska börser som ett lämpligt brohuvud för Nasdaq i Europa. Jukka Ruuska, i dag vice koncernchef i OMX och ansvarig för affärsområdet Nordic Exchanges, flyttar enligt planerna till London och blir ansvarig för European Growth Markets, vilken bl.a. ska etablera en paneuropeisk handelsplattform. Denna MTF/börs skulle sannolikt komma att erbjuda handel i alla stora nordiska bolag samt i de mest likvida av Nasdaqs aktier. Om Nasdaq OMX lyckas med en Londonsatsning skulle den ge liknande utflyttningskonsekvenser (handel i storföretag) som OMX stand alone, men med skillnaden att handeln i storbolagen i större utsträckning kvarstår inom koncernen (starkt varumärke) och därmed bibehållen synlighet även för de mellanstora och små företagen.

I samtliga ägarscenarier ser rådet den framtida nordiska värdepappersmarknaden som en marknad främst för handel i små- och medelstora företag. Vi bedömer att det är högst sannolikt att handel i de största (för börsen mest lönsamma) aktierna flyttar till de mest konkurrenskraftiga handelsplattformarna i Europa till följd av de regleringsförändringar som beskrivits i rapporten. Denna utflyttningsprocess går troligen snabbare med Nasdaq OMX' paneuropeiska initiativ än i fallet OMX stand alone. Rådet anser dock att den möjliga negativa effekten av en snabbare process uppvägs av att Nasdaq OMX har bättre förutsättningar att tillhandahålla en modernare marknadsplats för handel i de kvarvarande små och medelstora företagen än i fallet OMX stand alone.

Rådet bedömer att OMX i kombinationen med Nasdaq har bättre möjligheterna att bibehålla likviditet, omsättning och noteringar i Norden jämfört med OMX stand alone. I vilken utsträckning detta sker beror till viss del på om handeln med stora aktier flyttas till London. Även möjligheterna att attrahera kompetent personal, innovationskraft och utbud av tjänster bedöms vara bättre i den kombinerade gruppen än i OMX stand alone. Rådet bedömer att Borse Dubai som storägare kan bidra ytterligare avseende dessa kriterier, liksom till att stärka Stockholm som centrum för börsteknologi. De av rådet bedömda fördelarna är dock till stor del beroende av vad den nya ledningen i Nasdaq OMX väljer att genomföra.

Skulle alternativscenariot (Dubai uppnår inte 67 procent och säljer inte vidare till Nasdaq) inträffa hänvisar rådet huvudsakligen till konsekvensbedömningen i OMX stand alone scenariot. Resultatet skulle bli ett fortsatt fristående OMX, som liksom i stand alone scenariot måste fortsätta söka partner (med osäkra möjligheter att lyckas). Med Borse Dubai som huvudägare kommer den globalt pågående debatten om sovereign wealth funds möjligen att aktualiseras även i Sverige.

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 vårda 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.

En infrastruktur för post-trade som är samordnad inom Norden och anpassad till förhållandena i Europa är viktig för en konkurrenskraftig marknad för handel med finansiella instrument i Stockholm och Norden. Avsaknaden av CCP-clearing försvårar användandet av programhandel och order-routing, vilket varit avgörande för Nasdaq's framgång i USA. Möjligheterna för börser att konkurrera om handel begränsas alltså om post-trade kostnaderna utgör en större del av transaktionskostnaderna och de positiva samhällsekonomiska effekterna blir mindre.

Då inte alla marknadens aktörer på kort sikt har intresse av en effektivare post-trade, eftersom det också finns pengar att tjäna på ineffektiviteten, kan staten behöva ta initiativ till förändringar. Detta är en grundläggande infrastrukturfråga för Sveriges långsiktiga konkurrenskraft i värdepappersmarknaden, oavsett vad som händer med ägandet i OMX.

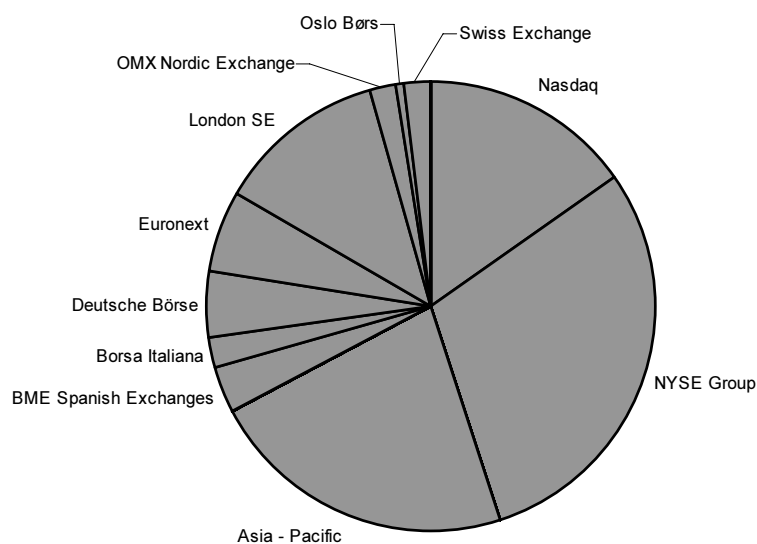
Rådets vill slutligen understryka att de förändringar som pågår i Europa har långt större konsekvenser för finansmarknaden i Sverige och Norden än ägarförhållandena i det (eller de) företag som bedriver börsverksamhet här. Inte minst leder den ökade konkurrensen i Europa till att de traditionella marknadsplatserna (nationella börser) minskar i betydelse för riskkapitalförsörjningen.

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:

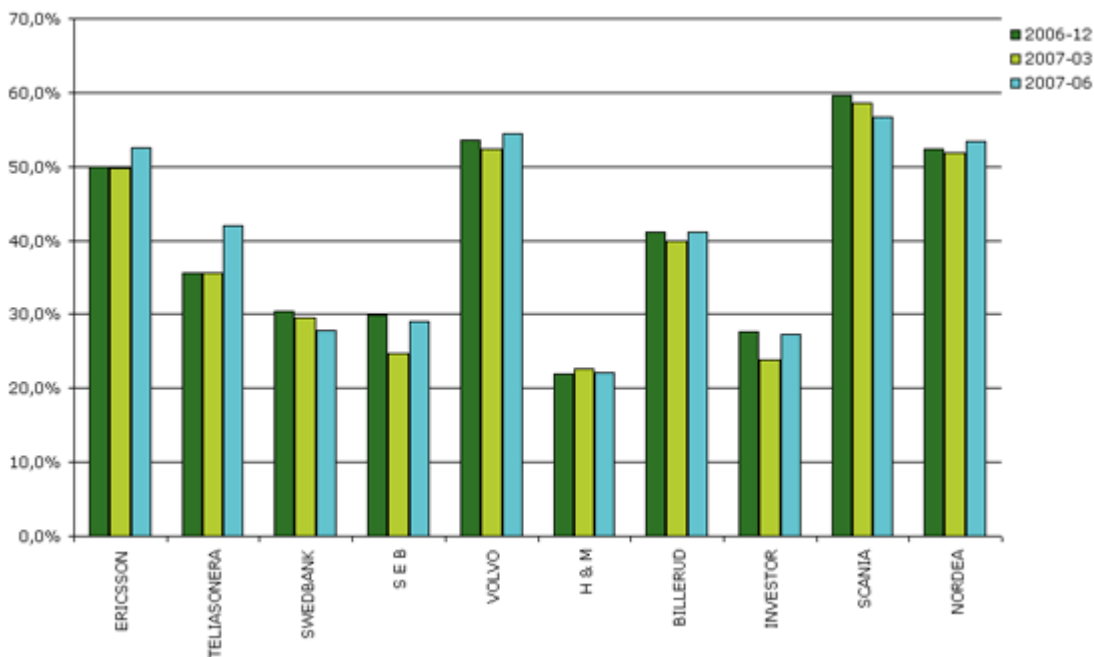
London Stock Exchange	35,8 %	
Euronext	17,6 %	
Deutsche Börse	13,8 %	
Spanish Exchanges (BME)	9,7 %	
Borsa Italiana	7,6 %	
SWX Swiss Exchange incl Virt-X	6,1 %	Stockholm 3,1 % Helsinki 1,7 % Copenhagen 0,8 % Iceland 0,2 %
OMX Nordic Exchange	5,8 %	
Oslo Børs	1,6 %	

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.

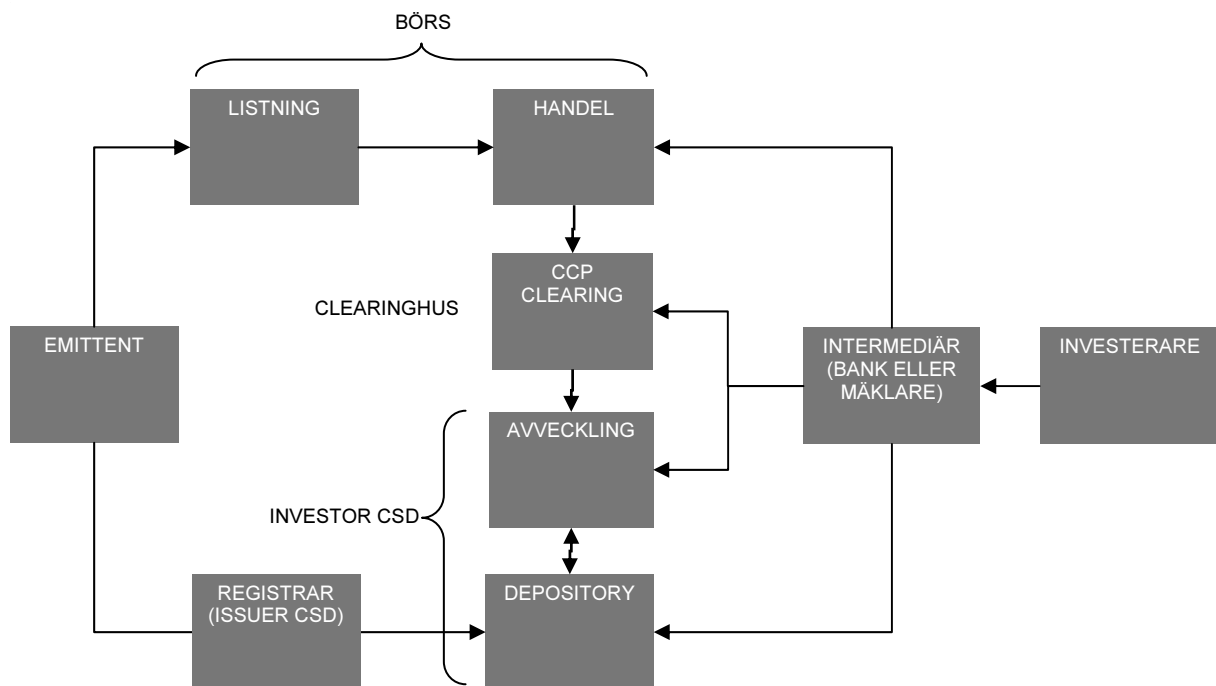
De åtgärder som OMX gruppen har vidtagit de senare åren har alla gått i samma riktning, att öka volymen av antalet affärer per dag som kan exekveras på en gemensam plattform. Detta har skett genom förvärv av andra börser, som har integrerats på en gemensam plattform (Helsingfors, Köpenhamn, Reykjavik, 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

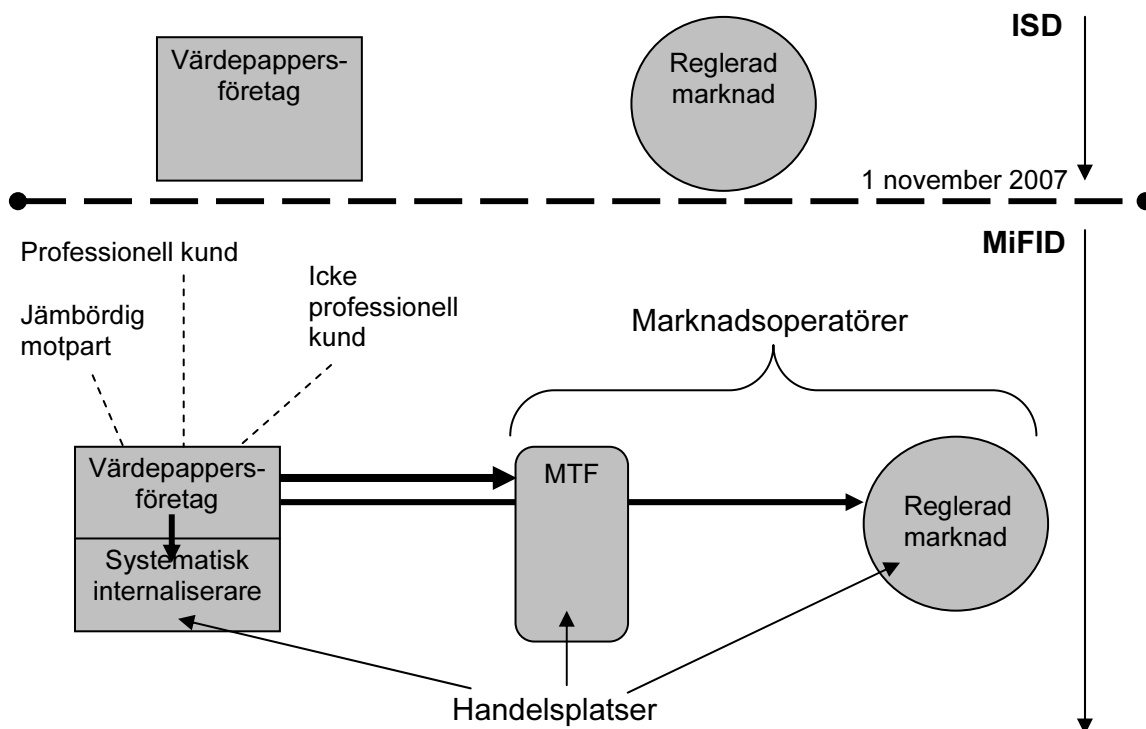
MiFID är ett nytt europeiskt regelverk för företag som driver värdepappersrörelse samt för börser och marknadsplatser. MiFID träder i kraft 1 november 2007. Det ersätter och utvidgar det hittills gällande Investment Services Directive (ISD). Avsikten är att stärka konkurrensen på den europeiska värdepappersmarknaden 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 börsen flyttar till CCPer på andra marknader är steget litet att även flytta likviditeten i handeln.

T2S

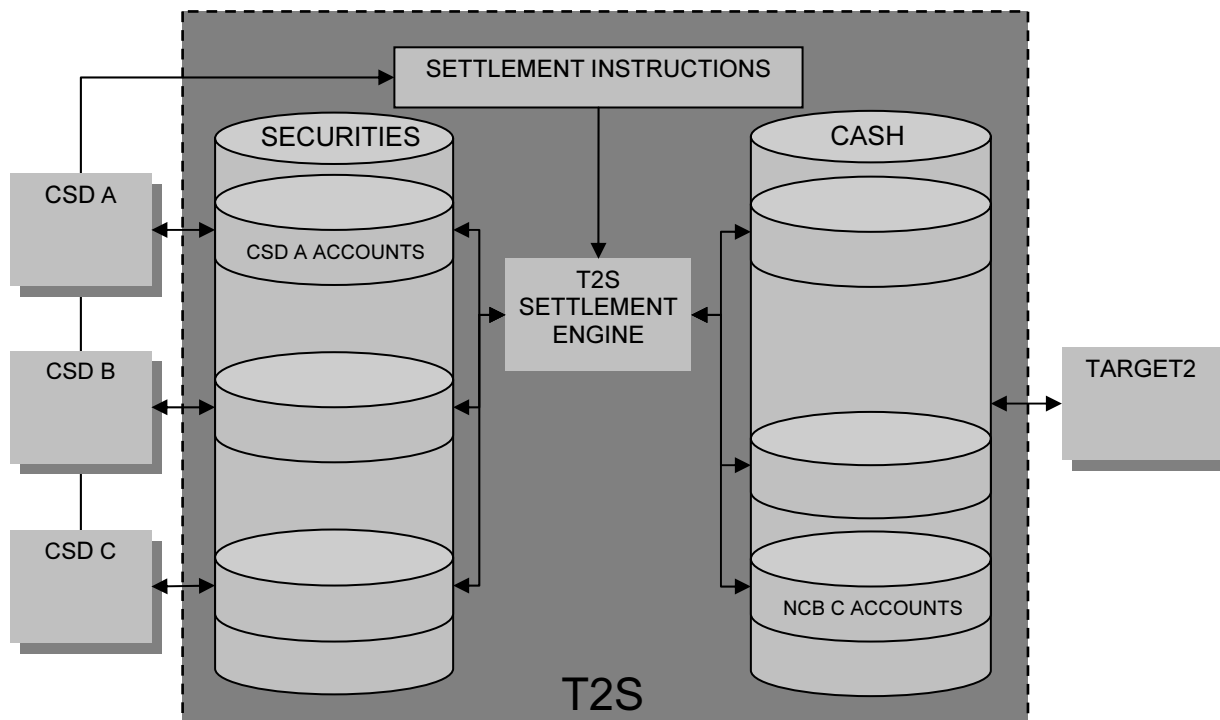
Sommaren 2006 offentliggjorde den Europeiska Centralbanken (ECB) ett initiativ att utreda möjligheten att skapa en paneuropeisk plattform för avveckling av alla avistaaffärer i ett och samma system och nära integrerat med avvecklingen av euro i det nya TARGET 2. Detta projekt kallades TARGET 2-Securities (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 co-ordinated 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 konkurren utsatt 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 riskkapitalansaffningen 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 fjärrmedlemmarna 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 fjärrmedlemmar efter att tidigare endast ha haft en fjärrmedlem.

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.

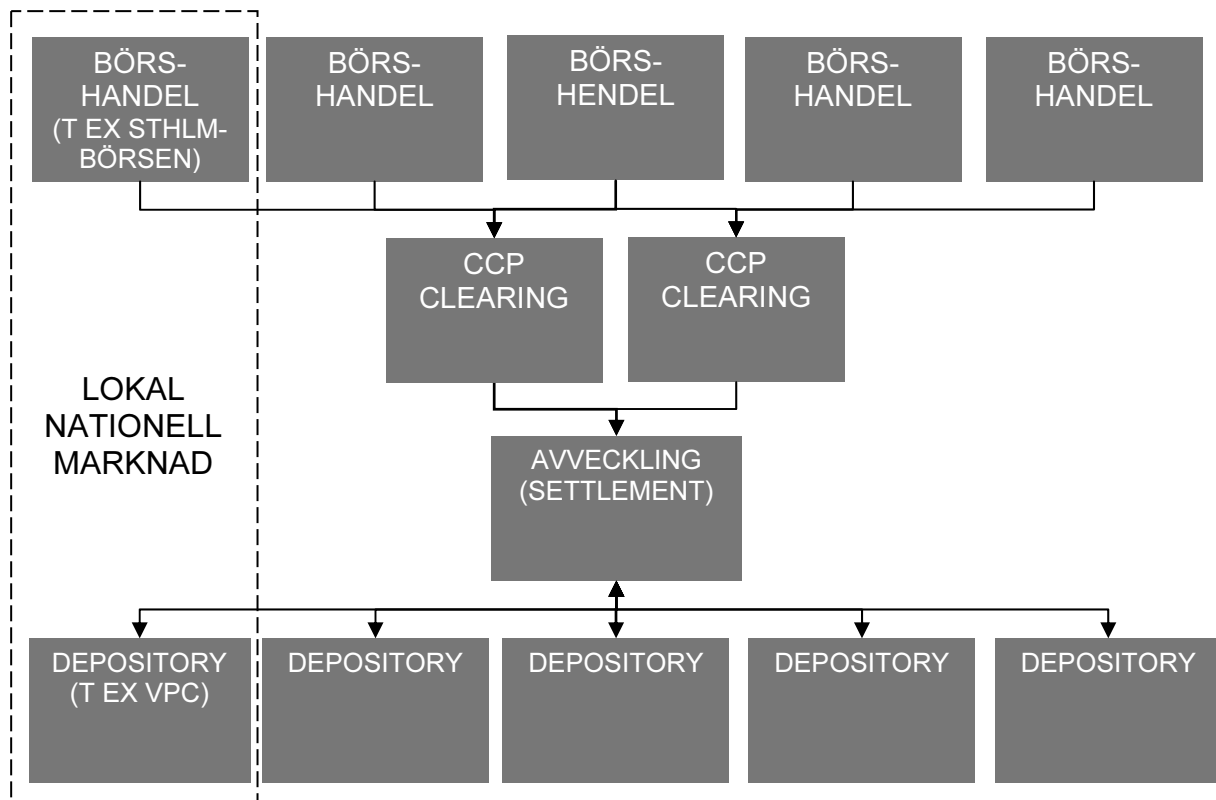
Som tidigare diskuterats har de nordiska värdepappersmarknaderna inte infört någon central motpartsclearing för avistahandeln i aktier och obligationer (med de komparativa nackdelar detta kan komma att medföra), medan samtliga stora marknader i Europa har denna funktionalitet. Vad gäller CCP clearing 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 börss 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.

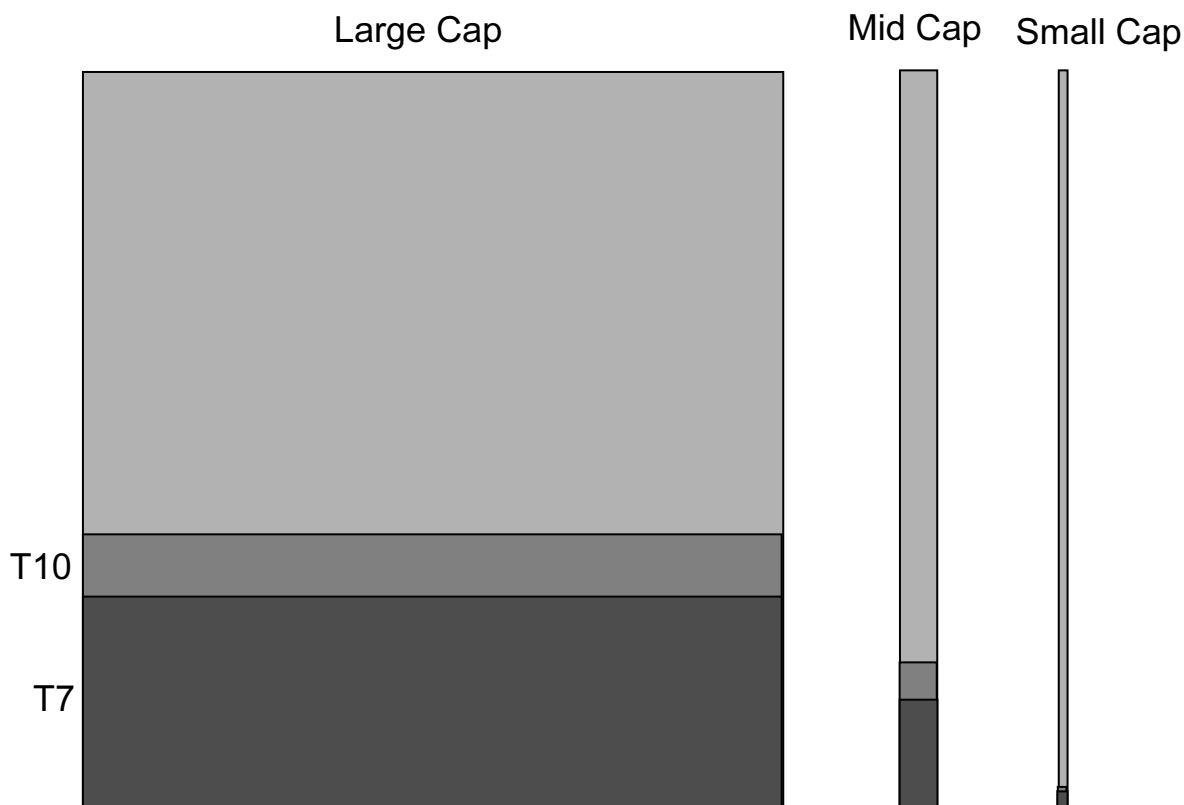
London Stock Exchange och börserna inom Euronext (Paris, Bryssel och Amsterdam) har en gemensam clearingfunktionalitet i form av LCH.Clearnet. Även om OMX sju börser handlas på samma handelssystem som Oslo Börs, så har de i övrigt inget gemensamt. Inom Norden finns ingen CCP clearing av avistaaffärer. 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.

Vanligt förekommande termer

Alternativa scenariot Om inte Borse Dubai uppnår ägande av 67 procent av OMX aktierna kan transaktionsavtalet sägas upp och ingen skyldighet finns att sälja aktierna vidare till Nasdaq

Avveckling Avveckling av transaktionen sker genom att överföringarna genomförs både avseende betalningar och värdepapper

Borse Dubai Borse Dubai Limited

CCP-clearing Central motpartsclearing där clearinghuset går in som motpart

CFIUS Committee on Foreign Investment in the United States

Clearing Kontroll av de handlande parternas identitet och om överföringarna är möjliga, samt sammanställning av instruktioner för överföringarna

CoC (Code of Conduct) kommer att innebära en ökad konkurrens i det inom Europa så avgörande post-trade-ledet

CSD Central securities depository, den institution som för register över noterade värdepapper och vem som äger dem vid var tidpunkt

DFM Dubai Financial Market. Nationell börs i Dubai

DFSA Dubai Financial Services Authority

DIFC Dubai International Financial Centre (finansiell frizon)

DIFX Dubai International Financial Exchange Limited

DTCC Depository Trust & Clearing Corporation, hanterar merparten av clearing och settlement av värdepappersaffärer på den amerikanska marknaden

ECNs Electronic communication networks (motsvarar ungefär MTF)

Emittenter Ett sätt för företag som expanderar och har behov av att finansiera detta är att emittera aktier som man säljer till riskvilliga investerare

ETFs Exchange traded funds

EuroCCP European Central Counterparty Ltd bildat av DTCC för att sköta clearing och avveckling till handelsplattformen Turquoise

Euroclear-Crest Londons CSD

FAE Förenade Arabemiraten

Finansmarknadsrådet Råd tillsatt av regeringen med syfte att främja utvecklingen av den finansiella sektorn i Sverige och stärka Stockholms roll som finansiellt centrum

FINRA FINRA bildades i juli 2007 genom en sammanslagning av NASD och reglerings- och övervakningsfunktioner på NYSE

Fjärrmedlemmar Utländska företag som bedriver handel i Sverige från utlandet

Intermediärer Banker och mäklare

INET Nasdaqs plattform för handel både med Nasdaq-noterade aktier och icke-Nasdaq-noterade aktier

IPO Initial Public Offering dvs noteringar av nya bolag

Large cap Företag med börsvärde över en miljard euro

LSE London Stock Exchange

Mid Cap Företag med börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard euro

MiFID Markets in Financial Instruments Directive trädde i kraft den 1 november 2007. Dess syfte är att skapa en inre marknad av finansiella tjänster i Europa, vilket innebär en långtgående harmonisering av regelverken

MTF Multilaterala handelsplattformar (Multilateral Trading Facility)

NASD The National Association of Securities Dealers

Nasdaq The Nasdaq Stock Market, Inc

Nasdaq OMX Group Nasdaq efter förvärvet av OMX, dvs transaktionerna genomförs

NOREX NOREX-alliansen består av Nordiska börsen i Köpenhamn, Helsingfors, Island, Stockholm och Oslo Börs

NYSE New York Stock Exchange

Omsättningshastighet Den omsatta volymen över en viss tid, t ex ett år, dividerad med det totala marknadsvärdet på de värdepapper som är noterade på börsen (market cap)

OMX OMX AB

OMX Nordic Exchanges Omfattar börserna i Köpenhamn, Stockholm, Helsingfors, Island, Riga, Tallinn och Vilnius

OMX stand alone OMX som fortsatt fristående börsföretag

Order-routing Affären styrs automatisk till handelsplats med bästa pris

Post-trade Clearing och avveckling, dvs allt som följer efter själva handeln

Programhandel Vid så kallad programhandel tas initiativet till handel av program

SEC Amerikanska Securities and Exchange Commission

Small Cap Företag med ett börsvärde som är mindre än 150 miljoner euro

SOX Amerikanska Sarbanes-Oxley-regler

SRO Self regulatory organisation

Sukuk Shariakompatibla certifikat som skapas genom paketering av shariakompatibla tillgångar. Sukuk är en av de vanligaste islamiska produkterna. Islamiska produkter är produkter som är i överensstämmelse med en av Sharia Supervisory Board godkänd shariastruktur

T2S TARGET 2-Securities. Förslag om 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

Turquoise En MTF under uppbyggnad, initierade av sju ledande globala banker

VPC Svenska värdepapperscentralen (VPC AB)

Referenser:

Muntliga källor:

Aktiemarknadsbolagens förening
Aktiespararnas förening
Borse Dubai
Finansrådet, Danmark
Fondhandlarenföreningen
Handelskammarens seminarium 2007-09-14
Nasdaq
OMX
Samarbetsprojektet Finansplats Stockholm
Sir Adam Ridley

Skriftliga källor:

Affärsvärlden, ”Special: OMX”, nr 40, 2007-10-03.

Borse Dubai, Erbjudande till aktieägarna i OMX AB (publ), 2007-01-04.

Borse Dubai, ”Borse Dubai erhåller tillstånd från the Committee on Foreign Investment i USA”. Pressmeddelande, 2007-12-31.

Borse Dubai Nasdaq, ”Borse Dubai och Nasdaq har säkrat 47,6 procent av aktierna i OMX genom direkt ägande, optionsavtal och oåterkalleliga åtaganden”. Pressmeddelande 2007-09-26.

Borse Dubai Nasdaq, ”NASDAQ with Borse Dubai and OMX takes leadership to create a unique global exchange platform”, Press Release 20 September 2007.

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

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

Depository Trust & Clearing Corporation, ”The U.S. Model for Clearing and Settlement – An overview of DTCC”, April 2007.

Dir. 2007:115 Tilläggsdirektiv till Finansmarknadsrådet den 26 juli 2007.

Dir 2007:148 Tilläggsdirektiv till Finansmarknadsrådet den 8 november 2007.

Dubai Financial Markets, Monthly Bulletin, October 2007.

Dubai International Financial Exchange, Annual review 2006.

Dubai International Financial Exchange, Market Model 2007.

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 (2005), *The transatlantic dialogue in financial services: the case for regulatory simplification and trading efficiency*.

Finansinspektionen. Beslut 071112: Tillstånd till förvärv av aktier. Borse Dubai.

Finansmarknadsrådet. *Samlad satsning på finansiell sektor*. Maj 2007.

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*.

Knowledge@Wharton, "LSE, NYSE, Nasdaq, Euronext... Why Stock Exchanges Are Scrambling to Consolidate", 2006-03-22.

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.

McKinsey, "Special collection: The Gulf looks outward", *The McKinsey Quarterly*, mars 2007.

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

Nasdaq, Annual Report 2006.

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

Nasdaq OMX. The leading innovators in the exchange industri to create the world's premier exchange and technology company. Presentation, 2007-05-25.

Nasdaq OMX – Integrity, innovation, growth. Presentation, Stockholms Handelskammare, 2007-09-14.

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

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

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

OM/Stockholmsbörsen, *Årsredogörelser 1997-2005*.

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

Riksbanken (2007), *Den svenska finansmarknaden*.

SEC, Nasdaq Definitive Proxy Statement 14a, 2007-11-19.

SEC, Nasdaq Registration statement S-4, 2007-08-07.

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

Steiner, Bo (2006), *Börsfusionen en nordisk milstolpe*, Aktiespararen, 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, *"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, *"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.

Trotta, Elisabeth *"Unwrapping Project Turquoise"*, Investment Dealers' Digest, 2007-03-12.

World Federation of Exchanges, *"The significance of the exchange industry"*, July 2004.

World Federation of Exchanges, Focus November 2007 – No 177.

World Federation of Exchanges, Focus December 2007 – No 178.

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, *"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.ae

www.dfm.ae

www.difx.ae

www.dtcc.com

www.fi.se

www.finra.org

www.fondhandlarna.se

www.nasdaq.com

www.omx.se

www.sec.gov



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

Finansmarknadsrådet

103 33 Stockholm
Tel. 08-405 10 00
www.finansmarknadsradet.se