



Beslutsunderlag

DATUM: 2021-09-14
AVDELNING: Avdelningen för finansiell stabilitet
HANDLÄGGARE: Eva Hellström och Hanna Eklöf
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR 2020-00780

Framtidens värdepappersavveckling – förnyat ställningstagande till T2S

Förslag till direktionens beslut

Direktionen beslutar att:

- inriktningen för hur Riksbanken framöver gör svenska kronor tillgängliga vid värdepappersavveckling är att använda TARGET2-Securities, T2S,
- ett underlag ska tas fram för beslut om huruvida Riksbanken ska inleda avtalsförhandlingar med Eurosystemet om ett så kallat T2S Currency Participation Agreement (CPA),
- underlaget särskilt ska beakta tillämpningen av svensk säkerhetsskyddslagstiftning,
- avdelningschefen för Avdelningen för betalningar får i uppdrag att ta fram underlaget i samarbete med berörda avdelningar, där det första steget i uppdraget är att presentera en tids- och aktivitetsplan för arbetet under Q4 2021.

Ärendet

Idag är det endast en värdepapperscentral, Euroclear Sweden AB, som har tillgång till centralbankspengar i svenska kronor för värdepappersavveckling. Riksbanken har emellertid bedömt att det framöver finns behov av att kunna tillhandahålla centralbankspengar till mer än en värdepapperscentral för värdepappersavveckling i svenska kronor. Det pågår nämligen en strukturuomvandling på betalnings- och värdepappersområdet i Sverige och Europa. Inom EU pågår arbetet med att genom en ny handlingsplan fullborda kapitalmarknadsunionen och skapa en verklig inre marknad för kapital. Det finns även förväntningar om att företag framöver i ökande omfattning kommer att finansiera sig via kapitalmarknaden. Fler gränsöverskridande värdepapperstransaktioner kan förväntas. Banker och aktörer på de finansiella marknaderna har större behov nu än tidigare av att kunna flytta säkerheter i form av värdepapper mellan olika värdepapperscentraler eller förvaringsinstitut. Det innebär att det blir allt viktigare för små marknader att de operativa aspekterna av värdepappershanteringen inte avviker från vad som betraktas som normen i Europa. Det

svenska finansiella systemet, och den infrastruktur som stöder dess funktioner, är redan internationaliserat till en hög grad och den svenska värdepappersmarknaden har betydande kopplingar till utlandet.

Mot denna bakgrund har den svenska marknaden kommit överens om att en harmonisering till europeiska standarder ska genomföras och arbetet har nyligen inletts. Arbetet kommer att följas upp i den svenska National Stakeholder Group (NSG) där Riksbanken deltar aktivt via Avdelningen för finansiell stabilitet. Harmoniseringsarbetet är en förutsättning för att marknaden ska kunna använda T2S, men leder inte i sig till att Riksbanken kan tillhandahålla centralbankspengar till mer än en värdepapperscentral.

Marknaden för värdepapperscentraler är under strukturomvandling med en pågående konsolidering av ägandet. Det är rimligt att tro att konkurrensen mellan värdepapperscentraler kommer att öka som en konsekvens.

T2S är Eurosystemets tekniska plattform för värdepappersavveckling som är i bruk sedan 2015. T2S är utformat för att kunna hantera fler valutor än euro. T2S används av 21 anslutna värdepapperscentraler från 20 olika länder för värdepappersavveckling i centralbankspengar.¹ För att utkontraktera verksamhet till T2S kan EU-centralbanker utanför eurosamarbetet samt nationella centralbanker inom EES ingå avtal med Eurosystemet, ett Currency Participation Agreement (CPA).

Riksbanken gjorde 2011 ett principiellt ställningstagande till T2S som kortfattat innebar att beslutet om att delta i T2S fick fattas av marknadsdeltagarna, givet att den finansiella stabiliteten inte skulle påverkas negativt och att Riksbanken kunde acceptera T2S ur ett operativt perspektiv. Eftersom marknadsdeltagarna valde att "vänta och se" beslöt Riksbanken 2012 att tacka nej till erbjudandet om att teckna avtal med Eurosystemet om T2S. Mot bakgrund av de skäl som nämns ovan i termer av förändrade förutsättningar sedan 2012 finns det emellertid anledning för Riksbanken att på nytt ta ställning till T2S.

Om Riksbanken framöver skulle besluta att ingå avtal om att använda T2S för att tillhandahålla centralbankspengar till värdepappersavveckling måste Euroclear Sweden, för att kunna fortsätta att genomföra avveckling i centralbankspengar, avtala med Eurosystemet om T2S.

Parallellt med Riksbankens utredning av T2S har en förstudie genomförts om Riksbankens framtida system för avveckling av stora betalningar (RTGS); Framtida RIX. Direktionens beslut avseende hur Riksbanken framöver tillhandahåller centralbankspengar till värdepappersavveckling kan fattas oberoende av beslut avseende framtida RTGS och vice versa.²

Överväganden

Valet av teknisk lösning för att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en värdepapperscentral får inte begränsa Riksbankens handlingsfrihet vad gäller penningpolitik eller finansiell stabilitet. Det är också viktigt att beakta att RIX-tjänsterna ska kunna tillhandahållas på ett konkurrensneutralt sätt. T2S är det alternativ som

¹ Dessa länder är Belgien, Danmark, Estland, Frankrike, Grekland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Schweiz, Slovakien, Slovenien, Spanien, Tyskland, Ungern och Österrike.

² Utredningen "Framtidens värdepappersavveckling – förnyat ställningstagande till T2S" finns i bilaga.

Riksbanken utreder för att kunna tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling till mer än en värdepapperscentral på ett stabilt, säkert och effektivt sätt. Riksbanken har översiktligt tittat på andra alternativ men inget av dessa bedöms vara bättre än T2S. En förutsättning för att T2S ska vara ett fungerande alternativ är dock att de krav som följer av svensk säkerhetsskyddslagstiftning kan tillgodoses.³

Genom att flera centralbanker och värdepapperscentraler använder T2S-plattformen så kan kostnader och resurser för utveckling, drift och säkerhet delas på fler och på så sätt ges möjlighet till effektiviseringsvinster genom stordriftsfördelar. Det är svårt för ett litet land att på egen hand uppnå samma stordriftsfördelar som kan uppnås i ett system med ett större antal transaktioner. Att dela plattform med andra centralbanker är också ytterligare ett steg mot att nå fördelarna med harmonisering fullt ut, som friare rörlighet av kapital och lägre barriärer för gränsöverskridande betalningar och värdepappershandel. Redan idag är det svenska finansiella systemet väl integrerat med omvärlden med både svenska och utländska aktörer och leverantörer av finansiell infrastruktur. Fördelarna som kommer från att dela plattform med flera länder behöver dock vägas mot att inflytandet minskar.

Om Riksbanken framöver skulle besluta att ingå avtal om att använda T2S skulle det även få en betydande påverkan på hur Euroclear Sweden bedriver sin verksamhet och även påverka värdepapperscentralens deltagare. Ett eventuellt kommande T2S-projekt bör därför ske i nära dialog och samarbete med marknadens aktörer.

Ett inriktningsbeslut i relation till T2S innebär ett antal avvägningar, inte minst mellan å ena sidan graden av kontroll och inflytande för Riksbanken, för värdepapperscentraler och för deras deltagare och å andra sidan den svenska marknadens effektivitet och säkerhet.

T2S innebär viss minskning av inflytande

Att dela plattform med andra centralbanker innebär att beslutsprocesserna förändras. Med T2S skulle inflytande utövas genom att Riksbanken tillsammans med andra centralbanker deltar i arbetsgrupper, kommittéer och gemensamma beslutande organ i frågor som rör T2S utveckling. Riksbanken skulle vara en centralbank bland flera vilket innebär mindre inflytande än i en bilateral avtalssituation. Bedömningen är dock att det till stora delar kan vägas upp av att övriga centralbanker har liknande mål som Riksbanken för sina avvecklingstjänster vad gäller exempelvis säkerhet och effektivitet.

Vid en utkontraktering till T2S behåller Riksbanken kontrollen och ansvaret för hanteringen av riksbankskonton gentemot sina RIX-deltagare. Riksbanken skulle styra vilka dagar som det är möjligt att göra värdepappersavveckling i centralbankspengar i svenska kronor på T2S.

I ett T2S scenario skulle även värdepapperscentralen behålla ansvaret i relation till sina deltagare. Likt Riksbanken skulle även de i ett T2S-scenario utöva inflytande genom arbetsgrupper och rådgivande kommittéer. Marknadens parter skulle även i ett T2S-scenario fortsatt utöva inflytande i Euroclear Swedens egen User Committee. I Riksbankens T2S-remiss lyfte marknadens parter emellertid fram en oro för minskat

³ Inledande steg inför en säkerhetsskyddsanalys har tagits i form av en så kallad kritikalitetsanalys av T2S.

inflytande för värdepapperscentralen och dess användare i utvecklingsfrågor på T2S. Mot bakgrund av att T2S funktionalitet är begränsad till värdepappersavveckling och att den svenska marknaden, oavsett T2S, kommer att införa standardiserade processer för värdepappersområdet (post trade) är Riksbankens bedömning ändå att den utveckling av funktionalitet som kan komma i fråga på T2S sannolikt kommer att vara aktuell även för svenskt vidkommande.

Valet av teknisk plattform för värdepappersavveckling i centralbankspengar får inte begränsa Riksbankens självständighet vad gäller att bedriva sina övriga uppdrag. I T2S-CPA görs det tydligt att de nationella centralbankerna ska behålla möjligheterna att implementera sin penningpolitik och att vidta åtgärder för att främja finansiell stabilitet i sina länder. Bedömningen är att T2S inte skulle leda till begränsningar i Riksbankens möjligheter att utföra sitt uppdrag vare sig avseende implementering av penningpolitiken eller för att värna om den finansiella stabiliteten. Ett antal mer detaljerade frågor kvarstår dock som behöver utredas vidare i en förstudie.

Eurosystemet har emellertid den slutliga bestämmanderätten över T2S. Även om T2S funktionalitet i nuläget ser ut att motsvara Riksbankens behov, och bedömningen är att T2S utveckling sannolikt kommer att vara relevant för Riksbanken, kan det inte helt uteslutas att T2S framöver skulle förändras i en riktning som inte är acceptabel för Riksbanken. I en sådan situation skulle Riksbanken behöva säga upp avtalet. En process för att ta tillbaka värdepappersavveckling från T2S skulle vara tidskrävande och kostsam, inte enbart för Riksbanken utan även för den svenska marknaden och dess aktörer.

T2S ger ökade möjligheter avseende marknadens effektivitet och säkerhet

Genom marknadens pågående harmoniseringsarbete kommer effektiviteten i den gränsöverskridande värdepappersavvecklingen i svenska värdepapper att förbättras, vilket är positivt. Detta gäller oavsett om T2S därefter används för värdepappersavveckling eller inte.

Ur effektivitets- och harmoniseringsperspektiv finns flera skäl som talar för T2S på lång sikt, men det finns samtidigt en osäkerhet hos marknadens aktörer om vad effekterna skulle bli på medellång sikt. Alla stora förändringar i finansiell infrastruktur är ofrånkomligen förknippade med stora kostnader. Därför behöver direktionen beakta möjlig framtida kostnadseffektivitet ur ett långsiktigt samhällsperspektiv. Enskilda aktörer kommer att påverkas vid förändringar i betalningsinfrastrukturen, eftersom det innebär omställningskostnader. Målet är emellertid att uppnå en situation som är långsiktigt kostnadseffektiv.

T2S skulle innebära att den svenska marknaden kontinuerligt använder samma processer och standarder för värdepappersavveckling som de flesta övriga europeiska marknader. T2S kan därför vara en viktig komponent som bidrar till att framtidssäkra harmoniseringen av den svenska värdepappersmarknadens post trade-processer.

T2S stordriftsfördelar ger förutsättningar för kostnadseffektivitet. Dessa kostnadsbesparingar kan överföras till kapitalmarknadens slutliga intressenter och gynnar därmed både investerare och emittenter. Än så länge har stordriftsfördelarna med T2S dock inte blivit så stora som förväntat, då antalet avvecklingstransaktioner inte utvecklats som prognosticerat. Men Riksbanken bedömer att tillkommande volymer från

värdepapperscentraler som aviserat att de har för avsikt att ansluta till T2S kan förändra bilden. Tillsammans med den effektivisering som Eurosystemet räknar med att uppnå genom konsolidering av T2S och TARGET2/T2 till samma tekniska infrastruktur kan det ge förutsättningar för lägre transaktionsavgifter i framtiden. Beträffande marknadens omställningskostnader kommer en stor del av det förändringsarbete - och associerade kostnader - som skulle krävas för att använda T2S att uppstå redan som ett led i implementeringen av den svenska marknadens harmoniseringsplan, oberoende av om T2S skulle användas.

T2S möjliggör den mest effektiva hanteringen av likviditet i ett scenario med mer än en värdepapperscentral som avvecklar i svenska kronor. T2S skulle också innebära längre öppettider för värdepappersavveckling i Sverige, vilket gynnar effektiviteten i värdepappersavvecklingen.

En central aspekt av effektivitetsperspektivet för svensk del är hur en eventuell T2S-användning skulle implementeras av Euroclear Sweden. Hur de skulle gå till väga i anpassningar av system och tjänster till T2S har stor betydelse för hur kostnadseffektiv den slutliga lösningen skulle bli. Osäkerheten kring kostnadsfrågan var också den främsta oron som lyftes fram i svaren på Riksbankens T2S-remiss.

Beträffande säkerhet, inte minst cybersäkerhet, är bedömningen att större och mer resursstarka centralbanker generellt sett har betydligt större möjligheter än mindre centralbanker att uppfylla och överträffa krav i riktlinjer och vägledningar för cybersäkerhet. Detta är viktiga aspekter för Riksbanken i sitt ställningstagande.

Slutsatser

Sammanfattningsvis bedömer direktionen att de positiva aspekterna med T2S är betydande och att de väger tyngre än de negativa aspekterna. T2S är ett sätt att ytterligare dra nytta av de effektivitetsvinster som harmonisering medför. T2S skulle innebära en möjlighet att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en värdepapperscentral för värdepappersavveckling i svenska kronor på ett sätt som är konkurrensneutralt i linje med Riksbankens målsättning för sin finansiella infrastruktur. Dessa positiva aspekter uppväger den minskning i inflytande som följer av plattformsdelen. I Riksbankens utredning av T2S och av T2S-CPA har det identifierats områden som bör analyseras ytterligare, inför en eventuell avtalsförhandling. Mot bakgrund av det är det lämpligt att analysen genomförs i en förstudie, med uppdrag att bereda ett beslut om huruvida Riksbanken ska inleda avtalsförhandlingar med Eurosystemet av ett T2S-CPA. En viktig del blir att göra bedömningar med anledning av svensk säkerhetsskyddslagstiftning. Säkerhetsskyddsanalysen av T2S-plattformen kan leda till att den hamnar under säkerhetsskydd.

BILAGA – PM Framtidens värdepappersavveckling –förnyat ställningstagande till T2S

Innehållsförteckning

1	Bakgrund.....	8
1.1	Utredningens uppdrag.....	9
1.2	Riksbankens uppdrag och roll.....	10
1.2.1	Riksbankens mål för sin finansiella infrastruktur.....	10
1.3	EU:s inre marknad och värdepappersavveckling.....	11
1.4	Internationalisering av värdepappersmarknadens infrastruktur.....	12
1.5	Stora värden och betydande kopplingar till utlandet.....	12
2	Vad är T2S?.....	14
2.1	Svenska marknadens beslut 2012 - ”vänta och se”.....	15
2.2	Riksbankens ställningstagande.....	15
3	Vad har hänt sedan 2012?.....	17
3.1	Förändrad lagstiftning i den finansiella marknaden.....	17
3.1.1	Ökat behov av säkerheter.....	17
3.1.2	Harmoniserade regler genom CSD-förordningen.....	17
3.1.3	En handlingsplan för att fullborda kapitalmarknadsunionen.....	18
3.1.4	Svensk säkerhetskyddslagstiftning.....	18
3.2	Harmoniseringsinitiativ och standardiserade lösningar.....	19
3.3	T2S i produktion.....	20
3.3.1	Tidigare och kommande anslutningar till T2S.....	20
3.3.2	Ändringar i prissättningen på T2S.....	21
3.4	Konsolidering och konkurrens i CSD-segmentet.....	22
3.5	Riksbanken har ingått avtal om TIPS.....	22
3.6	Ökat fokus på cybersäkerhet och operativa risker.....	22
3.6.1	Kontinuitetslösningar.....	23
4	Värdepappersavveckling med centralbankspengar.....	25
4.1	Måste Riksbanken tillhandahålla centralbankspengar till värdepappersavveckling på mer än ett sätt?.....	25
4.2	Kriterier vid tillhandahållande av centralbankspengar.....	25
4.3	Alternativ för åtkomst till centralbankspengar för värdepappersavveckling.....	27
5	Vad skulle T2S innebära för Riksbanken?.....	30

5.1	Avtal med Eurosystemet.....	30
5.2	Legala risker	31
5.3	Styrning och kontroll.....	31
5.4	Utträde	33
5.5	Kalender och öppettider	33
5.6	Operativ implementering av penningpolitiken.....	35
5.6.1	Likviditetshantering och beräkning av balans över penningpolitisk natt... 35	
5.6.2	Andra indirekta effekter på den operativa implementeringen av penningpolitiken.....	36
5.6.3	Principer för hantering av säkerheter för intradagskredit för värdepappersavveckling	36
5.6.4	Särskilda krav på kommunikation mellan T2S och Riksbankens nuvarande system	36
5.7	RIX-verksamheten.....	37
5.7.1	Riksbankens omställningskostnader och nya löpande kostnader	37
5.7.2	Avgifter för T2S.....	38
5.7.3	Säkerhetsskydd.....	38
5.7.4	Cybersäkerhet och kontinuitetsfrågor	39
5.8	Övervakning	40
6	Vad skulle T2S innebära för marknadsaktörer?	41
6.1	Många intressenter påverkas	41
6.1.1	CSD:er	42
6.1.2	CSD - deltagare och emittenter	43
6.1.3	Övriga intressenter	45
6.2	Inflytande för CSD och CSD-deltagare	45
7	Överväganden.....	47
7.1	Avvägning mellan inflytande och effektivitet	47
7.2	Konkurrensneutral lösning möjlig med T2S	50
7.3	Riksbankens möjlighet att självständigt bedriva sina övriga uppdrag	51
7.3.1	Begränsar inte den operativa implementeringen av penningpolitiken	51
7.3.2	Begränsar inte uppdraget att värna finansiell stabilitet	51
8	Vägen framåt vid ett inriktningsbeslut om att använda T2S.....	52
8.1	Tänkbar tidslinje och steg fram till användning av T2S.....	52
9	Slutsats och rekommendation.....	54
9.1	Rekommendation.....	55

Denna promemoria inleds med en beskrivning av bakgrund och utredningens uppdrag. Därefter orienterar den översiktligt om det sammanhang i vilket framtida behov avseende värdepappersavveckling ingår, där EU:s kapitalmarknadsunion och internationalisering av finansiell infrastruktur är viktiga aspekter. Därefter beskrivs Eurosystemets plattform för värdepappersavveckling, TARGET2-Securities(T2S), och tidigare svenska ställningstaganden till T2S, följt av ett kapitel som redovisar förändringar som skett sedan dessa ställningstaganden. I följande kapitel behandlas ämnet värdepappersavveckling med centralbankspengar med utgångspunkten att det framöver ska vara möjligt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en värdepapperscentral. Därefter beskrivs vad det kan innebära för Riksbankens egen del att använda T2S samt på en övergripande nivå vad det kan innebära för den svenska marknadens aktörer. Därefter följer överväganden och ett kapitel om vägen framåt vid ett positivt inriktningsbeslut till att använda T2S. Promemorian avslutas med slutsats och en rekommendation till direktionen avseende huruvida förberedande arbete för att ansluta den svenska kronan till T2S bör inledas.

1 Bakgrund

Värdepappersavveckling innebär att köpare och säljare av värdepapper utbyter pengar respektive värdepapper mellan varandra. Utbytet av värdepapper och pengar ska helst ske simultant, det vill säga att säljaren erhåller pengar samtidigt som köparen erhåller de köpta värdepappren (även kallat Delivery-versus-Payment, DvP).

Värdepappersavveckling ska ske i centralbankspengar om det är praktiskt genomförbart och möjligt.⁴ För att värdepappersavveckling ska ske på ett så effektivt och säkert sätt som möjligt är det en fördel om konton för såväl värdepapper som pengar finns på samma tekniska plattform. För svenska värdepapper sker värdepappersavveckling i centralbankspengar genom den svenska värdepapperscentralen Euroclear Sweden AB (ES).⁵ Sedan 2003 har Riksbanken ett bilateralt avtal med ES som innebär att värdepapperscentralen (eng. central securities depository, CSD) åtagit sig att för Riksbankens räkning administrera centralbankskonton för värdepappersavveckling i sitt tekniska system. Riksbanken tillhandahåller också intradagskredit i ES system till deltagare i ES, som även är deltagare i Riksbankens betalningssystem RIX.

TARGET2 Securities (T2S) är Eurosystemets tekniska plattform för värdepappersavveckling. För att värdepappersavveckling ska kunna ske på T2S måste både centralbanker och CSD:er, för den aktuella valutan, ingå avtal med Eurosystemet om likvidkonton respektive värdepapperskonton på T2S.

Riksbanken gjorde 2011 ett principiellt ställningstagande till T2S som kortfattat innebar att beslutet om att delta i T2S fick fattas av marknadsdeltagarna, givet att den finansiella stabiliteten inte skulle påverkas negativt och att Riksbanken kunde acceptera T2S ur ett operationellt perspektiv. Eftersom marknadsdeltagarna valde att "vänta och se" så beslöt Riksbanken 2012 att tacka nej till erbjudandet om att teckna uppdragsavtal med Eurosystemet om T2S. Sedan dess har dock mycket hänt som ger Riksbanken anledning

⁴ Enligt artikel 40 i Förordning (EU) nr 909/2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler (förkortat CSD-förordningen eller CSDR).

⁵ Avveckling av värdepapperstransaktioner i svenska kronor sker även genom den danska värdepapperscentralen VP Securities A/S, emellertid i kommersiella bankpengar.

att på nytt pröva frågan om den svenska kronan ska kunna användas för värdepappersavveckling i centralbankspengar på T2S.⁶

T2S har varit i drift sedan 2015 och används av 20 länder. Dessa länder är Belgien, Danmark, Estland, Frankrike, Grekland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Schweiz, Slovakien, Slovenien, Spanien, Tyskland, Ungern och Österrike. Det handlar alltså om euroländer och Danmark, sedan Danmarks Nationalbank avtalade om att göra den danska kronan tillgänglig för värdepappersavveckling på T2S med start 2018. Den danska värdepapperscentralen har ingått avtal med eurosystelet om att genomföra värdepappersavveckling på T2S.

I Riksbanksstudien *Hur ska svensk värdepappersavveckling se ut i framtiden* (juni 2019) sammanfattades Riksbankens vision för svensk värdepappersavveckling så här:

[...] det är viktigt att säkerställa att Sverige även fortsättningsvis har en attraktiv, säker och effektiv värdepappersmarknad som bidrar till ekonomisk tillväxt. Därför är det viktigt att svenska investerare, emittenter och övriga berörda parter på värdepappersmarknaden har samma möjligheter och villkor som i övriga EU att ta del av gränsöverskridande kapitalmarknader.

Riksbanksstudien beskriver utförligt bakgrund och sammanhang samt varför det på nytt finns anledning för Riksbanken att ta ställning till T2S. Studien analyserar även om det finns samhällsnytta med en användning av T2S som avvecklingsplattform. Riksbanken har därefter publicerat ytterligare en Riksbanksstudie.⁷ Den studien beskriver bland annat fördelarna med att dela tekniska plattformar med andra centralbanker samt vilka avvägningar som aktualiseras vid sådan plattformsdelning.

1.1 Utredningens uppdrag

Denna utredning är en aktivitet inom en av Riksbankens fem strategiska prioriteringar för 2019-2022, inom området "En betalmarknad för framtiden". Uppdraget för den här utredningen är att utreda huruvida förberedande arbete för att ansluta den svenska kronan till T2S bör inledas eller inte. Utgångspunkten för utredningen är att det framöver ska vara möjligt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD, på ett sätt som är stabilt, säkert och effektivt. Då de ovan nämnda Riksbanksstudierna ger en utförlig bild av bakgrund, vision, syfte och förutsättningar för att kunna använda T2S innehåller denna promemoria därför endast en begränsad beskrivning av bakgrund och sammanhang. Utredningen har i sin beredning genom ett remissförfarande inhämtat marknadens synpunkter på T2S för värdepappersavveckling i centralbankspengar.⁸

⁶ Se H. Hallström och G. Söderberg (2019), "Hur ska svensk värdepappersavveckling se ut i framtiden?", *Riksbanksstudier* nr 2, Sveriges riksbank.

⁷ Se E. Hellström, A. Børestam och H. Eklöf (2021), "Harmonisering och plattformsdelning inom den finansiella marknaden, *Riksbanksstudier* nr 2, Sveriges riksbank.

⁸ Remissen finns tillgänglig på [Riksbankens hemsida](#).

1.2 Riksbankens uppdrag och roll

Ett av Riksbankens uppdrag är främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det innebär att Riksbanken ska bidra till att det finansiella systemet är stabilt och se till att det går att betala på ett säkert och effektivt sätt.

Riksbanken får som en del av det uppdraget tillhandahålla system för avveckling av betalningar och på annat sätt medverka i betalningsavveckling.⁹ Att använda centralbankspengar för avveckling av betalningar, inklusive vid värdepappersavveckling, minskar kredit- och likviditetsrisker.¹⁰ För att främja betalningssystemets funktion får Riksbanken bevilja deltagarna i systemet kredit under dagen, så kallad intradagskredit. Kredit får endast beviljas mot betryggande säkerhet.

Riksbankens system för betalningsavveckling, RIX, är den centrala komponenten i den svenska finansiella infrastrukturen. I RIX deltagarkrets ingår svenska och utländska finansiella institut, clearingorganisationer, centrala motparter, CSD:er samt Riksgälden. Tillsammans med Riksbankens system för hantering av säkerheter används RIX-systemet också för Riksbankens operativa implementering av penningpolitiken. Den svenska CSD:n ES är en av RIX-deltagarna och Riksbanken är själv deltagare i ES i flera roller; som emittent av värdepapper, som kontoförande institut och som deltagare i värdepappersavvecklingen. Riksbanken är också deltagare i Euroclear Bank som är en så kallad internationell CSD (ICSD) med hemvist i Belgien. Värdepapper pantsatta till Riksbanken som säkerhet för kredit i RIX förvaras på konton hos båda dessa värdepapperscentraler. Sammantaget finns det alltså flera beröringspunkter mellan Riksbankens uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende och hur värdepappersavvecklingen i svenska kronor är organiserad; värdepappersavvecklingen är mycket viktig för att det finansiella systemet ska fungera och den är viktig för Riksbankens genomförande av sina uppdrag.

2003 ingick Riksbanken och ES ett avtal som syftar till effektivitet i värdepappersavvecklingen. Innebörden av avtalet är att Riksbanken uppdrar åt ES att i sitt tekniska system för värdepappersavveckling administrera centralbankskonton för likviditet till värdepappersavveckling. Kontona får inte användas i annat syfte. Kontona regleras i Villkor för RIX och penningpolitiska instrument samt i ES regelverk. Riksbanken tillhandahåller också intradagskredit mot säkerhet i ES system.

1.2.1 Riksbankens mål för sin finansiella infrastruktur

I sin målsättning för sitt finansiella infrastruktursystem utgår Riksbanken från att de avvecklingstjänster som Riksbanken tillhandahåller ska vara stabila, säkra och effektiva. De ska därtill uppfylla CPMI-IOSCOs Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI). En hög driftsäkerhet och starka kontinuitetslösningar utgör grundläggande krav för att systemet ska ha en hög tillgänglighet och riktighet samt för att systemet ska vara stabilt. Därför är exempelvis en hög nivå av cybersäkerhet, för att kunna undvika angrepp och störningar i systemet, viktigt.

En annan viktig aspekt är att systemet ska kunna användas och fungera väl under en lång tid, eftersom det är stora kostnader förknippade med ny- och vidareutveckling av

⁹ Detta specificeras i 6. kap. 7 § i Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

¹⁰ För mer information, se Princip 9 i CPMI-IOSCO (2012), "Principles for Financial Market Infrastructures", april 2012, Bank for International Settlements och International Organization of Securities Commissions.

systemet. Men det är samtidigt viktigt att systemet i så stor utsträckning som möjligt baseras på, och utvecklas i takt med, internationella standarder. Därtill ska systemet i den mån som är möjligt underlätta för svenska aktörer att erbjuda sina tjänster utanför Sveriges gränser och för utländska aktörer att erbjuda tjänster i Sverige. Vidare är interoperabilitet med andra system eftersträvansvärt.

Riksbankens tillhandahållande av RIX ska ske enligt principen om full kostnadstäckning, vilket innebär att Riksbanken tar ut avgifter från RIX-deltagarna för att täcka kostnader förknippade med att tillhandahålla RIX-tjänsterna.

Slutligen ska de av Riksbankens uppgifter som stöds, och möjliggörs, av systemet, exempelvis kopplat till implementeringen av penningpolitik eller åtgärder för att främja finansiell stabilitet, vara möjliga att fullgöra.

1.3 EU:s inre marknad och värdepappersavveckling

Basen för den europeiska inre marknaden är fri rörlighet av kapital, varor, finansiella tjänster och personer. Ett viktigt led i att detta ska kunna uppnås är att regler och praxis för exempelvis kapital och finansiella tjänster är harmoniserade mellan EU-länderna. Detta medför ökad konkurrens och främjar innovation. Detta gynnar EU:s konsumenter som kan dra nytta av ett större utbud av tjänster till en lägre kostnad. Därtill leder harmoniseringen till ett så kallat level playing field, eftersom alla aktörer på alla europeiska marknader får samma regulatoriska förutsättningar.

Redan i början av 2000-talet genomförde en expertgrupp, ledd av Alberto Giovannini, på uppdrag av EU-kommissionen en utvärdering av vilka hinder som förelåg för effektiv gränsöverskridande värdepappersavveckling i Europa. Giovannini-gruppen identifierade 15 operativa, juridiska och skattemässiga hinder för integrerade finansmarknader i Europa inom clearing- och avvecklingsområdet och publicerade sin analys och sina förslag i två rapporter 2001 respektive 2003.¹¹ Därefter lades stora arbetsinsatser på att utarbeta standarder för att undanröja de identifierade hindren, bland annat inom värdepappersmarknadens post trade-område. Vissa av hindren kvarstår fortfarande och är därmed något som motverkar en verklig inre marknad inom EU.

Ett steg på vägen i att uppnå en verklig inre marknad är kapitalmarknadsunionen. Arbetet med kapitalmarknadsunionen påbörjades redan 2015 men har inte fortskridit i den takt som önskats och därmed är de europeiska kapitalmarknaderna fortsatt fragmenterade. Europeiska kommissionen antog emellertid en ny plan för kapitalmarknadsunionen i september 2020. Genom fullbordandet av kapitalmarknadsunionen kan en verklig inre kapitalmarknad uppnås, där alla europeiska kapitalmarknader är integrerade och kapital kan flöda fritt mellan de europeiska länderna.¹²

¹¹ För mer information se Giovannini Group (2001), "Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union", maj 2001, Europeiska kommissionen och Giovannini Group (2003), "EU clearing and settlement arrangements", april 2003, Europeiska kommissionen.

¹² För mer information, se E. Hellström, A. Börestam och H. Eklöf (2021), "Harmonisering och plattformsdelning inom den finansiella marknaden, *Riksbanksstudier* nr 2, Sveriges riksbank.

1.4 Internationalisering av värdepappersmarknadens infrastruktur

Aktörerna i det svenska finansiella systemet använder sig både av svenska och utländska infrastruktursystem för sina verksamheter.¹³ För den kommunikation som skickas mellan aktörerna i det svenska finansiella systemet, själva meddelandetrafiiken, använder aktörerna så kallade nätverksleverantörer. En av de mer kända är den Belgien-baserade aktören SWIFT, men det finns även andra.

De svenska infrastrukturföretagen utkontrakterar också delar av sin verksamhet, i olika omfattning, till företag som ligger utanför Sveriges gränser. För ES så ligger exempelvis driften utomlands i lokaler som är gemensamma för Euroclear-gruppen. Även RIX-systemet har upphandlats från en utländsk aktör, men driften sker dock inte utomlands.

Sammantaget innebär detta att det svenska finansiella systemet, och den infrastruktur som stöder dess funktioner, redan är internationaliserat till en hög grad.

1.5 Stora värden och betydande kopplingar till utlandet

Värdepappersavvecklingen är det sista steget i en värdepapperstransaktion och i Sverige sker värdepappersavvecklingen hos CSD:n ES. ES erbjuder denna tjänst, och andra relaterade tjänster, till svenska och utländska aktörer som är aktiva på den svenska marknaden.

Värdepapperstransaktioner omfattar stora belopp årligen i Sverige. Under 2020 avvecklades det i genomsnitt cirka 1,15 miljoner transaktioner till ett värde om cirka 1 231 miljarder kronor per månad på värdepappersmarknadens aktiemarknadssegment (AM-segment). Motsvarande siffror för penningmarknadssegmentet (PM-segmentet) var cirka 24 500 transaktioner till ett värde om cirka 7 231 miljarder kronor.^{14 15}

Svensk värdepappersmarknad har betydande kopplingar till utlandet. En stor andel av svenska värdepapper, sett till marknadsvärdet på aktierna, ägs av utländska investerare.¹⁶ Mellan 2018 och 2020 har fördelningen av ägandet, sett till marknadsvärde, varit relativt konstant. Detta åskådliggörs i diagram 1 nedan.

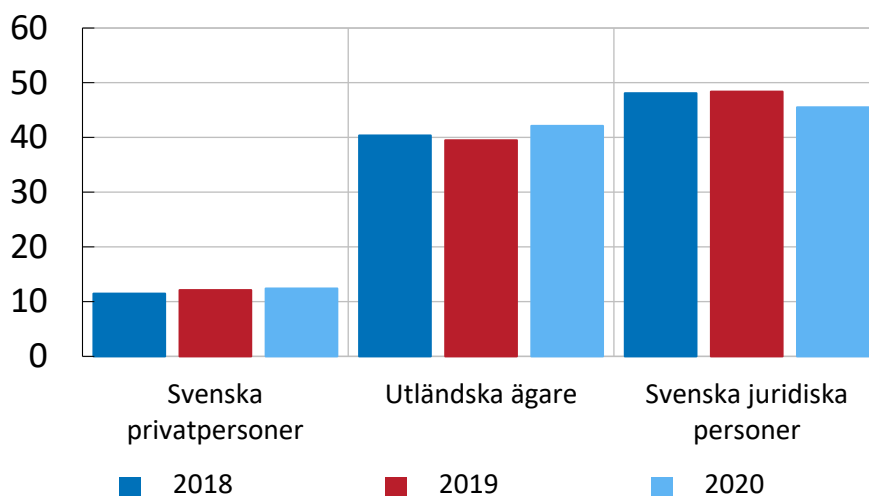
¹³ Såväl svenska som utländska clearingorganisationer, centrala motparter, värdepapperscentraler och transaktionsregister.

¹⁴ Källa: Euroclear Sweden.

¹⁵ Inom AM-segmentet avvecklas huvudsakligen aktiemarknadsinstrument och räntebärande instrument som riktar sig till privatpersoner, såsom obligationer och premieobligationer. Inom PM-segmentet hanteras räntebärande instrument för den institutionella marknaden, såsom statsskuldväxlar, bostadscertifikat och bostads- och statsobligationer.

¹⁶ I ES Aktieägarrapport för 2020 framgår det att av antalet unika ägare utgörs 86,9 % av svenska privatpersoner, 13,1 % av utländska ägare och 2,0 % av svenska juridiska personer. Sett till värde innehar svenska privatpersoner enbart 12,4 % av det totala marknadsvärdet, medan utländska ägare har en markant andel om 45,5 %. Det utländska ägandet överskrider ägandet hos svenska juridiska personer om 42,1 %. Rapporten är tillgänglig på [ES hemsida](#).

Diagram 1. Andel av ägandet baserat på marknadsvärde (procent)



Källa: Euroclear Sweden.

Anm. Marknadsvärdet för svenska noterade aktier per 31 december respektive år. Siffrorna finns tillgängliga i ES Aktieägarrapporter från 2018, 2019 respektive 2020.

Svenska banker, hypoteksbolag och icke-finansiella företag finansierar sig till stor del på utländska kapitalmarknader, framför allt de europeiska. Under åren 2015 till 2020 har svenska banker och hypoteksbolag emitterat säkerställda obligationer till stor del i utländska valutor.¹⁷ Även för företagsobligationer (investment grade) utgivna av svenska företag bekräftas bilden att de utländska kapitalmarknaderna är av stor vikt.

Att svenska aktier sett till marknadsvärde till stor del innehåses av utländska ägare och att svenska aktörer till stor del finansierar sig på andra kapitalmarknader än den svenska innebär sammantaget att det är av stor vikt att den svenska kapital- och värdepappersmarknaden är lättåtkomlig för utländska aktörer samtidigt som svenska aktörer har god åtkomlighet till utländska kapital- och värdepappersmarknader. Det bidrar till ekonomisk tillväxt, medför kostnadseffektivitet och möjliggör konkurrens mellan olika aktörer i det finansiella systemet. I slutändan är detta positivt för det svenska samhället.

¹⁷ Källa: Dealogic.

2 Vad är T2S?

T2S är en av eurosystemets tekniska plattformar och den används för värdepappersavveckling. T2S skapades som en gemensam plattform, för främst avveckling av euro-denominerade värdepapper. Avvecklingen sker i centralbankspengar.¹⁸ Plattformen är öppen också för andra valutor men en grundförutsättning är att den CSD som väljer att ansluta sig också accepterar att avveckla transaktioner i centralbankspengar. T2S är i bruk sedan 2015. T2S används av 21 anslutna värdepapperscentraler från 20 olika länder för värdepappersavveckling i centralbankspengar enligt principen Delivery-versus-Payment (DvP). För att en marknad ska kunna använda T2S måste dess CSD utkontraktera värdepapperskonton och administrationen av dem till T2S samt utkontraktera själva värdepappersavvecklingen till T2S. Centralbanken måste göra detsamma med centralbankskonton genom att ingå ett så kallat Currency Participation Agreement (CPA) med Europeiska centralbanken (ECB) och de andra centralbankerna i Eurosyste­met. För centralbanken är det alltså samma typ av arrangemang som Riksbanken har med ES sedan 2003.

T2S ersätter dock inte dagens värdepapperscentraler. De nationella CSD:erna är fortfarande ansvariga för sina utkontrakterade värdepapperskonton och bidrar med ett eget regelverk och egna avtal för sina kunder. Likaså är de centralbanker som utkontrakterar sina centralbankskonton fortfarande ansvariga gentemot deltagare i sina betalningssystem. T2S erbjuder inte heller alla de tjänster som en värdepapperscentral erbjuder. Detta innebär att en CSD som är ansluten till T2S fortfarande måste ha ett tekniskt system för att erbjuda marknaden sina övriga tjänster. Det kan exemplifieras med att utbetalningar som härrör ur ett värdepappersinnehav, till exempel inlösen av förfallna obligationer eller aktieutdelningar, sker som avvecklingstransaktioner på T2S men de beräkningar som ligger till grund för utbetalningarna görs av respektive CSD i dess system och sänds därefter som instruktioner till T2S.

T2S uppkom eftersom de europeiska värdepappersmarknaderna inte är integrerade fullt ut. T2S syftar till att sänka hindren för gränsöverskridande transaktioner genom att erbjuda en gemensam teknisk infrastruktur för administration av värdepapperskonton och centralbankskonton och avveckling av värdepapperstransaktioner i centralbankspengar. I förlängningen kan detta även leda till ökad konkurrens mellan CSD:er. Än så länge är emellertid enbart en låg andel av transaktionerna på T2S gränsöverskridande, vilket delvis anses bero på att det än så länge är få så kallade länkar mellan CSD:er. Sådana länkar behövs till exempel för att kunna hantera informationsutbyte mellan CSD:erna för aktiviteter som inte sker på T2S, utan i CSD:ernas egna system, exempelvis information som krävs vid beräkning av underlag för så kallade bolagshändelser. Det är framförallt mellan de två internationella CSD:erna, Euroclear Bank och Clearstream Banking, som det finns länkar.¹⁹

Centralbanker som ingått avtal med Eurosyste­met om att använda T2S öppnar centralbankskonton på T2S för de deltagare i centralbankens betalningssystem som vill medverka i värdepappersavveckling. Ett sådant konto på T2S kallas för ett Dedicated Cash Account (DCA) och används endast för transaktioner som sammanhänger med

¹⁸ Det avtal som CSD:er ingår med Eurosyste­met kallas för T2S Framework Agreement. I ingress/ recital 1 och Artikel 5(2)(e) i beskrivs att värdepappersavvecklingen på T2S ska ske i centralbankspengar.

¹⁹ Se European Securities and Markets Authority (2020), "Report to the European Commission: Cross-border services and handling of applications under Article 23 of CSDR", november 2020.

deltagarens värdepappersavveckling eller för betalningar som härrör ur värdepappersinnehav. Det är också möjligt för centralbanker att tillhandahålla intradagskredit genom konton på T2S, på motsvarande sätt som Riksbanken gör idag via konton på ES tekniska plattform.

CSD:er som ingått avtal med Eurosystemet om att använda T2S öppnar värdepapperskonton på T2S för sina deltagare. Om en CSD avtalat om att använda T2S för avveckling måste den, något förenklat, utföra all värdepappersavveckling på T2S.

Eurosystemet fortsätter sitt arbete mot konsolidering till delade plattformar och avser att i november 2023 övergå till en gemensam teknisk plattform för hantering av säkerheter från penningpolitiska motparter till eurosystemets centralbanker; Eurosystem Collateral Management System (ECMS). Inför det har ECB-rådet i april 2021 beslutat att när ECMS lanseras, kommer de nationella centralbankerna i euroområdet endast att acceptera säkerheter från sina penningpolitiska motparter via CSD:er som använder T2S (den så kallade T2S-avvecklingspolicyn).²⁰

2.1 Svenska marknadens beslut 2012 - "vänta och se"

Under åren 2010-2011 övervägde de svenska marknadsdeltagarna en anslutning till T2S. Riksbanken och marknadsdeltagarna följde aktivt T2S-projektets utveckling och bidrog på samma sätt som euromarknaderna gjorde. Fördelar med en svensk T2S-anslutning analyserades av en arbetsgrupp med representanter från marknaden.²¹ Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet var observatörer. Arbetsgruppen överlämnade sin analys till Svenska Bankföreningen som representerade marknaden i T2S-beslutet.

Marknadsdeltagarnas beslut blev att avvakta med att införa T2S. Skälen till detta var främst de höga kostnaderna förknippade med en anslutning till T2S och de stora riskerna förknippade med ett system som ännu inte var färdigbyggt. En bidragande orsak till höga kostnader för en T2S-anslutning var att ES skulle investera i sitt föråldrade IT-system för att anpassa det till T2S. Dessutom var det oklart hur T2S skulle fungera för den svenska marknaden, till exempel med anledning av den svenska strukturen för värdepapperskonton med ett mycket stort antal värdepapperskonton hos CSD:n. Svenska Bankföreningen underströk dock att bankerna var positiva till T2S på längre sikt och att frågan borde omprövas i framtiden.

2.2 Riksbankens ställningstagande

Riksbanken gjorde 2011 ett principiellt ställningstagande till T2S som kortfattat innebar att beslutet om att delta i T2S fick fattas av marknadsdeltagarna, givet att den finansiella stabiliteten inte skulle påverkas negativt och att Riksbanken kunde acceptera T2S ur ett operationellt perspektiv. Eftersom marknadsdeltagarna valde att "vänta och se" så beslöt Riksbanken 2012 att tacka nej till erbjudandet om att teckna uppdragsavtal med

²⁰ European Central Bank (2021), "New policies for collateral mobilisation and settlement", april 2021. [online] Tillgänglig på: <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/news/html/ecb.mipnews210413.en.html>

²¹ Swedbank, Nordea, Handelsbanken, SEB, Erik Penser, Riksgälden, Carnegie, Citibank, Danske Bank, Svenska Fondhandlareföreningen och ES.

Eurosystemet om T2S. De förändringar som skett sedan dess, vilket nästa kapitel orienterar om, ger emellertid Riksbanken anledning att på nytt ta ställning till T2S.

3 Vad har hänt sedan 2012?

Sedan 2012 har mycket förändrats inom det europeiska värdepapperslandskapet, och inom andra områden som har bäring på värdepappersområdet. En översikt av förändringar inom områdena lagstiftning, harmoniseringsinitiativ, T2S-plattformen, konsolidering i värdepappersmarknadens infrastruktur, plattformsdelning för Riksbanken samt cybersäkerhet ges nedan.

3.1 Förändrad lagstiftning i den finansiella marknaden

3.1.1 Ökat behov av säkerheter

Sedan 2012 har behovet av att ställa säkerheter för finansiella transaktioner ökat till följd av nya regelverk som trätt ikraft, European Market Infrastructure Regulation (EMIR).²² Under EMIR ställs det ökade säkerhetskrav eftersom utpekade OTC-derivat måste clearas via en CCP.²³ EMIR påverkar även icke-clearade OTC-derivat, det vill säga OTC-derivat som enbart clearas bilateralt, där alla finansiella motparter måste utbyta så kallad variation margin (säkerheter som dagligen måste betalas för att avspegla det rådande marknadsvärdet av transaktionen). De största marknadsdeltagarna måste även utbyta så kallad initial margin (säkerhetskrav som appliceras då transaktionen ingås).

Sammantaget innebär EMIR att marknadsdeltagare behöver ställa mer säkerheter för sina transaktioner än tidigare. Det medför att de har fått ett ökat behov av att snabbt och effektivt kunna överföra säkerheter, både inom och utanför landet. De säkerheter som utgörs av värdepapper förvaras på konton hos CSD:er. De säkerhetskrav som ställs genom EMIR är relevanta i en T2S-kontext eftersom T2S gör det möjligt att för marknadsaktörerna att på ett mer effektivt sätt utnyttja sina säkerheter genom att de kan samlas på en och samma plattform som tillämpar enhetliga öppettider och avvecklingsschema, även om värdepappren förvaras hos olika CSD:er. Därmed kan säkerheterna snabbare flyttas dit de behövs för att täcka en position. I svaren på Riksbankens remiss om värdepappersavveckling och T2S uttrycker flera respondenter ett ökat behov av att kunna flytta säkerheter på ett snabbt, effektivt och enkelt sätt. Det beror dock inte enbart på krav som ställs i regelverk utan även ökad internationell handel, ökande handel med repor och ökat behov av realtidsavveckling.

3.1.2 Harmoniserade regler genom CSD-förordningen

Den EU-förordning som reglerar CSD:ers verksamhet, Central Securities Depositories Regulation (CSDR), trädde i kraft 2014.²⁴ CSDR syftar till att förbättra värdepappersavvecklingen i Europa, och introducerar harmoniserade regler för CSD:er i EU samtidigt som det öppnar för konkurrens mellan dem på lika villkor. CSDR ställer bland annat krav på att en CSD ska avveckla värdepapper i centralbankspengar i den

²² European Market Infrastructure Regulation (EMIR), reglerar Over The Counter (OTC)-derivat, centrala motparter (CCP:er) och transaktionsregister i Europa, och trädde i kraft augusti 2012. Motsvarande svensk lag antogs i juni 2013. Under 2019 och 2020 trädde två nya förordningar i kraft (EMIR Refit respektive Emir 2.2) som delvis ändrar och förenklar EMIR

²³ ESMA informerar på sin hemsida för vilka derivat den obligatoriska centrala motpartsclearingen gäller.

²⁴ EU-förordningen nr 909/2014 av den 23 juli 2014 om förbättrad värdepappersavveckling i Europeiska unionen och om värdepapperscentraler ([länk](#)).

relevanta valutan, om det är praktiskt genomförbart och möjligt.²⁵ Genom det så kallade passförfarandet i artikel 23 i CSDR har en CSD som har auktorisation under CSDR rätt att bedriva verksamhet var som helst i EU. Därtill medför CSDR en rätt för emittenter att använda en CSD utanför sin hemmamarknad.

EU-kommissionen genomför för närvarande en översyn och utvärdering av CSDR. I översynen finns det ett stort fokus på gränsöverskridande värdepappershandel bland annat genom att CSDR:s passförfarande och processerna för detta utvärderas. Målsättningen är att göra det lättare att uppnå förordningens mål på ett proportionellt och effektivt sätt samt att sänka kostnaderna för gränsöverskridande värdepapperstransaktioner.

Ett led i översynen är en remiss riktad till europeiska marknadsaktörer. Konsultationen avslutades i februari 2021. Den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) har i sitt remissvar bland annat pekat ut att europeiska CSD:er som använder T2S bör stärka sin förmåga att hantera risker kopplade till utkontrakteringen av avveckling till T2S. Därtill har ESMA lyft fram att CSDR bör justeras så att nationella myndigheter, tillsammans med ECB och ESMA, bättre kan samarbeta i tillsynen och övervakningen av T2S.²⁶

3.1.3 En handlingsplan för att fullborda kapitalmarknadsunionen

Som beskrivet i avsnitt 1.3 ovan har arbetet med kapitalmarknadsunionen pågått sedan 2015, men målen har än så länge inte uppnåtts. Som en konsekvens av detta antog EU-kommissionen i september 2020 en ny handlingsplan för att fullborda kapitalmarknadsunionen och skapa en verklig inre marknad.

Handlingsplanen består av 16 olika åtgärder som tillsammans ska leda till att EU:s kapitalmarknader till fullo integreras, att finansiering blir mer lättillgängligt för europeiska företag och att det ska vara säkert för individer att spara och investera. Åtgärderna relaterar bland annat till uppdaterad och harmoniserad lagstiftning och regelverk för företag och finansiella aktörer samt mer lättillgänglig information för både privatpersoner och företag.

En verklig inre marknad är positiv för små marknader som den svenska eftersom det gör det lättare att exempelvis finansiera sig på andra marknader än den inhemska. Samtidigt blir det också allt viktigare att Sverige håller jämna steg med övriga Europa för att inte halka efter i utvecklingen och bli en åsidosatt marknad för utländska investerare och företag.

3.1.4 Svensk säkerhetsskyddslagstiftning

Ytterligare ett exempel på förändring genom lagstiftning är att Sverige fick en ny säkerhetsskyddslag 2019. Den äldre lagen var inriktad på säkerhetsskyddsklassificerad information och hur den ska hanteras så att ingen obehörig tar del av denna, det vill säga sekretessfrågor. Detta finns kvar i den nya lagstiftningen, men kompletteras med regler kring tillgång till säkerhetskänslig verksamhet och vilka som kan påverka denna verksamhets tillgänglighet och riktighet. Detta är i flera fall ett mer relevant fokus för

²⁵ Detta specificeras i artikel 40 i CSDR.

²⁶ Remissen och sammanfattning på de inkomna svaren finns tillgängliga på [EU-kommissionens hemsida](#).

Riksbanken. Finansiell stabilitet är av vikt för Sveriges säkerhet, vilken i sin tur är beroende av att central finansiell infrastruktur fungerar korrekt.

Värdepappersavvecklingen är en central funktion för att det finansiella systemet ska fungera och kan falla under säkerhetsskyddslagen. Om så är fallet ska en säkerhetsskyddsanalys genomföras, som inventerar en myndighets eller ett privat företags verksamhet för att se vad som är av vikt för Sveriges säkerhet.

I princip betyder säkerhetsskyddslagstiftningen att Riksbanken måste tillse att det finns säkerhetsskyddsåtgärder på plats för att upprätthålla tillgängligheten för skyddsvärd finansiell infrastruktur som Riksbanken ansvarar för. Dessa åtgärder ska vara dimensionerade utifrån hotaktörers påverkansförmåga. Säkerhetsskyddsåtgärder delas in i följande tre kategorier.

Personalsäkerhet syftar till att enbart säkerhetsprövad och pålitlig personal har sådan behörighet att de kan påverka den skyddsvärda funktionen. Vidare behöver det finnas tillräckliga personella resurser för att funktionen ska kunna upprätthållas även under onormala förhållanden.

Informationssäkerhet innefattar de logiska åtgärder som finns i IT-system för att försvåra för externa angripare och ge kontrollerad åtkomst till behörig personal. Information som påvisar hur systemet kan påverkas eller eventuella svagheter som sårbarhetsanalyser fångat upp behöver skyddas.

Fysisk säkerhet är de skydd som byggs runt arbetsplatser och IT-system som utför säkerhetskänslig verksamhet, såsom till exempel larm och certifierade dörrar, galler och väggar.

Sverige har avtal med ett antal andra länder, bland annat inom EU, som möjliggör att säkerhetsskyddad information kan utbytas samt att drift av säkerhetskänslig verksamhet kan ske i varandras länder. Olika lokala regler och processer kan dock innebära att vissa säkerhetsskyddsåtgärder är mer komplicerade att få på plats hos en utländsk aktör.

3.2 Harmoniseringsinitiativ och standardiserade lösningar

Stora insatser har gjorts för att harmonisera förutsättningarna för värdepapper och CSD:er i Europa. Det har gjorts såväl genom lagstiftning som genom standarder för processer och meddelanden.

Ett viktigt område är att de finansiella aktörerna använder samma format för de meddelanden som sänds mellan dem i samband med att exempelvis en värdepapperstransaktion ska avvecklas. Kommunikationen mellan dem blir annars ineffektiv och kräver ytterligare processer än om samma meddelandestandard hade använts. Att på ett europeiskt, eller globalt, plan använda samma meddelandestandard underlättar även för gränsöverskridande transaktioner. ISO 20022 är en relativt ny meddelandestandard, som används av många olika finansiella aktörer världen över. I Sverige är dock fortfarande meddelandestandarden ISO 15022 den främst förekommande, bland annat inom värdepappersmarknadens post trade-område.²⁷

²⁷ Eurosystemets centralbanker kommer att gå över till ISO 20022 i samband med konsolideringen av TARGET2 och T2S i slutet av 2022. SWIFT, som erbjuder meddelandetjänster för ISO-meddelanden, har beslutat att från och med 2025 ska

CSDR har varit ett viktigt steg för att harmonisera förutsättningarna för europeiska CSD:er. Genom det så kallade passförfarandet i CSDR har europeiska CSD:ers åtkomst till andra marknader ökat och det har blivit enklare för dem att erbjuda sina tjänster till fler aktörer. För att det ska kunna ske på ett effektivt sätt behöver processer se likadana ut på alla marknader eftersom det annars krävs lokala anpassningar i systemen. Passförfarandet kan få konsekvenser för den svenska marknaden genom att fler CSD:er efterfrågar tillgång till centralbankspengar i svenska kronor för värdepappersavveckling, vilket ökar konkurrensen för den svenska CSD:n som i dagsläget har en monopolställning på den svenska värdepappersmarknaden.

Aktörerna på den svenska värdepappersmarknaden har kommit överens om att det ska ske en harmonisering av post trade-området till europeiska standarder.²⁸ Det innebär att, utöver omställningen till ISO 20022, värdepappersavvecklingen i Sverige står inför stora förändringar på medellång sikt. Det inkluderar både värdepappersavvecklingen och andra processer som är kopplade till ett innehav av värdepapper, såsom utbetalningar av räntor eller hantering av aktieemissioner. Harmoniseringsarbetet kommer att leda till en situation där det är möjligt att använda T2S för avveckling av svenska värdepapper, även om det inte är en nödvändig konsekvens av harmoniseringen.

3.3 T2S i produktion

I dagsläget använder 21 CSD:er från 20 europeiska länder T2S-plattformen. I praktiken handlar det om euroländer och Danmark, vilket innebär att de två valutor som för närvarande finns på T2S är euro och danska kronor.

3.3.1 Tidigare och kommande anslutningar till T2S

Danmark anslöt till T2S i två omgångar, dels 2016 med en temporär lösning för avveckling i euro, dels 2018 med en permanent lösning för avveckling i danska kronor och euro.

Vid anslutningen av danska kronor 2018 uppstod ett antal problem.²⁹ Ett av dessa relaterade till meddelandestandarder, där vissa av deltagarna inte hade möjlighet att övergå till de standarder man bestämt skulle gälla för T2S-avvecklingen, ISO 15022 och ISO 20022. Därtill uppstod det problem i matchningen av transaktioner, vilket krävde mycket manuell hantering och därmed tog både tid och personella resurser i anspråk. Det hade uppstått problem under VP:s tester, men inför omläggningen till T2S redovisade alla CSD-deltagare att de var redo att ta T2S i bruk. I efterhand har marknaden dock konstaterat att mer kraft skulle lagts på tester och på kontroll av att alla parter verkligen var redo. De fel som orsakat de första veckornas problem åtgärdades av VP, men det tog dock längre tid än så för deltagarna att reda ut

alla betalningsrelaterade meddelanden i SWIFT-nätverket vara ISO 20022-meddelanden. Det finns än så länge inget motsvarande beslut för värdepappersrelaterade meddelanden. I takt med att andra aktörer i såväl Sverige som Europa går över till ISO 20022 är det därför viktigt att även den svenska marknaden implementerar samma meddelandestandard.

²⁸ Se Coordination Forum for Swedish Post-trade Harmonisation (2021), "Harmonisation road map for the Swedish post-trade securities market", januari 2021. (Tillgänglig på Riksbankens hemsida)

²⁹ Den danska National Stakeholder Group har skrivit en rapport om omläggningen till T2S som finns på danska VP:s [hemsida](#).

situationen med de omatchade transaktionerna. Dessutom blev kostnaderna för den danska T2S-anslutningen högre än vad som estimerats från början.

I nuläget har Danmark en uppdelning som innebär att värdepapperskonton finns på två olika plattformar, dels på T2S, dels hos VP. Aktörerna på den svenska värdepappersmarknaden har varit tydliga med att de inte ser detta som ett alternativ för de svenska värdepapperskontona utan istället bör alla värdepapperskonton finnas på samma plattform.

Finska värdepapper finns inte på T2S än, men de ska avvecklas på T2S från och med september 2023. Detta är en konsekvens av att det finländska projektet för T2S-anslutningen hittills dragits med stora förseningar; den ursprungliga planen var att migrationen skulle ske 2017.

Framöver kan Euroclear Bank, den belgisk-baserade internationella CSD:n, komma att ansluta till T2S. Projektet är fortfarande i en analysfas och det är ännu inte beslutat när anslutningen ska ske. Enligt en tidig uppskattning sker det som tidigast under andra halvan av 2024. I nuläget är det planerat att deras kunder ska kunna välja själva om de vill fortsätta att avveckla sina transaktioner i kommersiella bankpengar eller om de vill avveckla i centralbankspengar i euro.

Kroatien planerar att övergå från kroatisk kuna till euro i början av 2023 och kommer därefter att ansluta sig till T2S. Tidpunkten för T2S-anslutningen är planerad att tillkännages i mitten av 2022.³⁰

3.3.2 Ändringar i prissättningen på T2S

Kostnadsstrukturen på T2S är baserad på principen full kostnadstäckning, vilket innebär att intäkterna från volymerna som hanteras via T2S ska täcka kostnaderna för plattformens utveckling och drift. När T2S-plattformen gick i produktion 2015 sattes priset till 0,15 euro per DvP-instruktion. På grund av vissa förseningar i anslutningarna från olika euro-marknader var inkomsterna för T2S lägre än beräknat under de två första åren. Dessutom var det lägre volymer på T2S än förväntat, med ett glapp om cirka 33 % år 2017. Det medförde att ECB i juni 2018 beslutade om en prishöjning till 0,195 euro per instruktion från och med 1 januari 2019 plus en tillfällig tilläggsavgift om 0,04 euro. Tilläggsavgiften är beroende av volymtillväxten på T2S.³¹

I november 2022 är det planerat att Eurosystemets avvecklingstjänst för stora betalningar, TARGET2, ska konsolideras till samma tekniska infrastruktur som T2S, och en ny avvecklingstjänst för stora betalningar vid namn T2 ska lanseras. En målsättning med detta är att minska driftkostnaderna för eurosystemets plattformar.

Därtill skulle Euroclear Banks avsikt att ansluta till T2S kunna komma att medföra ökade volymer på T2S. Enligt årsrapporten för Euroclear Bank avvecklades knappt 129 miljoner värdepapperstransaktioner till ett värde om 576 tusen miljarder euro (€576 trillon) under 2020.³² Motsvarande siffror för T2S-plattformen var knappt 177 miljoner transaktioner till ett värde om knappt 173 tusen miljarder euro (€173 trillon).

³⁰ Se TARGET2-Securities [Annual Report \(2020\)](#).

³¹ Se Europeiska centralbanken (2018), "T2S Pricing structure realigned", juni 2018.

³² Euroclear Banks årsredovisning finns tillgänglig på [Euroclear-gruppens hemsida](#).

Det talar för att Euroclear Banks anslutning skulle kunna ha en positiv effekt på intäkterna för T2S, vilket i sin tur kan komma att innebära lägre avgifter för att använda T2S. Finländska och kroatiska volymer är också planerade att tillkomma, vilket även detta skulle ha en positiv effekt på T2S-intäkterna och därmed kunna leda till sänkta avgifter för kollektivet.

3.4 Konsolidering och konkurrens i CSD-segmentet

Värdepappersmarknaden är under omstrukturering i Europa. Det har i första hand synts i form av konsolidering av börser och handelsplatser samt centrala motparter (CCP:er). På sikt är det möjligt att de stordriftsfördelar som finns i tillhandahållandet av värdepappersförvaring och -avveckling leder till en ökad konsolidering på den europeiska marknaden för CSD:er. En indikation på det är att Euronext-gruppen under 2019 förvärvade Oslo Börs, som äger den norska CSD:n, och att de 2020 förvärvade den danska CSD:n. I april 2021 förvärvade Euronext-gruppen Borsa Italiana-gruppen, där den italienska CSD:n ingår. Den är en av de större inom Europa. Den Belgienbaserade Euroclear-gruppen har sedan många år verksamhet genom nationella CSD:er i olika länder; Belgien, Finland, Frankrike, Irland (genom Euroclear UK & Ireland), Nederländerna, Storbritannien (genom Euroclear UK & Ireland) och Sverige. En möjlig konsekvens på lång sikt är att det inte längre kommer att finnas en CSD i varje land, utan att dessa tjänster i stället kommer att erbjudas av ett mindre antal aktörer med Europa som ”hemmamarknad”.

CSDR möjliggör konkurrens mellan CSD:er vilket kan leda till att fler CSD:er framöver vill kunna erbjuda värdepappersavveckling i svenska kronor. Sedan ett par år tillbaka är den danska CSD:n, VP, deltagare i RIX. VP har en tjänst för avveckling av svenska värdepapper och det emitteras också värdepapper denominerade i svenska kronor genom VP. Svaren på T2S-remissen bekräftar bilden av att konkurrensen mellan CSD:er förväntas öka framöver, om än i långsam takt.

3.5 Riksbanken har ingått avtal om TIPS

Även Riksbanken är delaktig i den pågående internationaliseringen av den finansiella infrastrukturen. I april 2020 ingick Riksbanken avtal med Eurosystemet om att använda deras tekniska plattform TARGET Instant Payment Settlement (TIPS) för avveckling av så kallade omedelbara betalningar i centralbankspengar i svenska kronor i tjänsten RIX-INST. Planen är att RIX-INST på TIPS ska tas i bruk 2022. TIPS-avtalet, TIPS Currency Participation Agreement (CPA) som Riksbanken ingått med Eurosystemet, är en adaptation av motsvarande CPA för T2S. TIPS-CPA är dock mindre omfattande än T2S-CPA eftersom tjänsten är enklare. I TIPS-CPA har Riksbanken fått gehör för de synpunkter som Riksbanken under 2011 förde fram avseende T2S-CPA.

3.6 Ökat fokus på cybersäkerhet och operativa risker

En utveckling som har pågått under många år och som väntas fortsätta framöver är betydelsen av cybersäkerhetsområdet. Hotbilden mot den finansiella sektorn och hotaktörers förmåga är under ständig utveckling. Under de senaste årtiondena har frekvensen av cyberincidenter, såväl som kostnaden och skadan av dem, ökat. Den finansiella sektorn har blivit mer digitaliserad och sammankopplad genom komplexa beroenden, vilket i sin tur ökat sårbarheten för cyberrelaterade incidenter. Utöver

direkta kostnader, medför cyberrisker hot mot kritiska finansiella funktioner och kan i extrema fall innebära hot mot den finansiella stabiliteten.³³

Den ökade och snabbt förändrade hotbilden ställer i sin tur höga krav på operatörer av finansiella marknadsinfrastrukturer (FMI:er) som tillhandahåller kritiska funktioner. Flera krav vad gäller FMI:ers förmåga att förutse, förebygga och hantera cyberrelaterade risker, har under de senaste åren formaliserats i olika standarder och riktlinjer inom informations- och cybersäkerhetsområdet.

I tillämpningen av kraven som gäller för FMI:er i de aktuella dokumenten, finns ofta väldigt konkreta men resurskrävande aktiviteter eller förmågor. Styrning och organisation för cybersäkerhetsarbete är ett centralt område för riktlinjerna. Riktlinjerna ställer därigenom krav på såväl organisation och tekniska lösningar, som på bemanning och rätt kompetens för att hantera cyberrelaterade händelser. Ett annat centralt område är testning. Betalningssystem och andra FMI:er behöver kunna verifiera att förmågan är tillräcklig för att identifiera, förebygga, upptäcka och hantera cyberrelaterade händelser.

Givet att dessa riktlinjer och vägledningar har publicerats under relativt kort tid, och relativt nyligen, så finns det anledning att tro att befintliga standarder kommer att kompletteras med ytterligare krav i framtiden, alternativt att nya riktlinjer utvecklas. FMI:er behöver därför som minst kunna uppfylla den kravbild som finns i redan befintliga standarder och riktlinjer, men behöver sannolikt kunna möta en rad nya krav i framtiden, detta i takt med att hotaktörernas förmågor utvecklas ytterligare.

3.6.1 Kontinuitetslösningar

Tillgänglighet är ett centralt område för FMI:er, givet att de tillhandahåller affärs- och/eller samhällskritiska funktioner. Digitalisering, globalisering och ökad komplexitet i finansiella system har under de senaste åren ställt nya och högre krav på hur finansiella aktörer säkerställer kontinuitet i verksamheten. En strukturerad och verksamhetsanpassad kontinuitetshantering behöver finnas på plats för att den kritiska verksamheten ska kunna upprätthållas på en acceptabel nivå. Kontinuitetsområdet har sedan länge varit präglad av standarder för hur systematiskt arbete kan bedrivas.³⁴ Under 2012 publicerade ISO en standard inom området, som sedan dess varit tongivande.³⁵

Under 2012 publicerades även ett flertal krav på FMI:ers kontinuitetshantering i de så kallade Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI) från CPSS/IOSCO.³⁶ Principerna innehåller bland annat krav på att avveckling ska kunna genomföras på den avsedda avvecklingsdagen och att kritiska IT-system ska vara återställda inom två timmar efter ett avbrott. Explicita krav omfattar även organisation, genomförande av analyser och utveckling av kontinuitetsplaner, för att möjliggöra att den kritiska verksamheten upprätthålls även vid störningar. Därutöver finns krav på att FMI:er har ett sekundärt driftställe, som kan ta över verksamheten vid behov. Det sekundära driftstället ska ha en riskprofil som skiljer sig från det primära driftstället, det vill säga att

³³ European Systemic Risk Board (2020), *Systemic cyber risk*.

³⁴ T.ex. den brittiska standarden *BS 25999-1:2006 Business Continuity Management* från 2006.

³⁵ ISO 22301:2019, *Security and resilience – Business continuity management systems – Requirements*.

³⁶ CPMI-IOSCO (2012), "Principles for Financial Market Infrastructures", april 2012, Bank for International Settlements och International Organization of Securities Commissions CPSS bytte namn till CPMI under 2014.

de två inte ska vara exponerade för samma risker och därmed vara så oberoende som möjligt. Principerna anger slutligen att ett tredje driftställe och alternativa lösningar (till exempel manuella rutiner) kan övervägas av FMI:er för att stärka kontinuitetshanteringen ytterligare.

Utvecklingen inom cybersäkerhetsområdet, som beskrivits i ovanstående avsnitt, har även en nära koppling till kontinuitetshandling. Förmågan hos FMI:er att hantera cyberrelaterade händelser innebär i många sammanhang även förmågan att upprätthålla kontinuitet i den kritiska verksamheten. Därmed medför kraven som vuxit fram inom cybersäkerhet under de senaste åren, från till exempel riktlinjer från CPMI/IOSCO, i hög grad även krav på kontinuitetshandling.

Utöver krav i riktlinjer och regelverk, så berörs FMI:er av krav på kontinuitetshandling även från villkor och avtal, till exempel med deltagare i systemet eller med driftsleverantörer. Sådana avtal innebär ofta krav på båda parter vad gäller exempelvis incidenthantering, test och övning, eller uppfyllnad av tidskrav för tillgänglighet.

4 Värdepappersavveckling med centralbankspengar

Det är viktigt att säkerställa att Sverige även fortsättningsvis har en attraktiv, säker och effektiv värdepappersmarknad som bidrar till ekonomisk tillväxt. Därför är det viktigt att svenska investerare, emittenter och övriga berörda parter på värdepappersmarknaden har samma möjligheter och villkor som i övriga EU att ta del av gränsöverskridande kapitalmarknader.

Att centralbankspengar används vid värdepappersavveckling minskar kredit- och likviditetsrisker. Riksbanken kan tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling på det sätt som Riksbanken bedömer som det lämpligaste. I avsnitten nedan diskuteras huruvida Riksbanken behöver tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling på mer än ett sätt och vilka kriterier som bör tillämpas vid utvärdering av olika alternativ för att tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling. Därefter diskuteras olika alternativ för åtkomst till centralbankspengar för värdepappersavveckling.

4.1 Måste Riksbanken tillhandahålla centralbankspengar till värdepappersavveckling på mer än ett sätt?

De tjänster en centralbank tillhandahåller är de tjänster som den är tvungen att tillhandahålla enligt lag eller de tjänster som den själv önskar tillhandahålla, givet att lagen tillåter detta. I egenskap av finansiell infrastruktur följer Riksbankens betalningssystem RIX CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI). En av dessa principer handlar om likabehandling av deltagare. För de tjänster som den aktuella centralbanken tillhandahåller ska en likabehandlingsprincip tillämpas.

Enligt förvaltningslagen ska Riksbanken tillämpa principerna om opartiskhet och saklighet och har även en serviceskyldighet. Riksbanken ska vara saklig och opartisk i sin verksamhet att tillhandahålla centralbankspengar. Förvaltningslagens krav på serviceskyldighet kan inte tolkas som en skyldighet att tillhandahålla centralbankspengar på ett sätt som Riksbanken inte redan gör. Om Riksbanken exempelvis tillhandahåller centralbankspengar för värdepappersavveckling på T2S och en CSD som inte finns på T2S skulle vilja ha tillgång till centralbankspengar i svenska kronor skulle Riksbanken därmed *inte* vara skyldig att sätta upp en annan tjänst för att ge denna CSD tillgång till centralbankspengar. En CSD måste uppfylla Riksbankens villkor för den aktuella tjänsten. Tillhandahåller Riksbanken centralbankspengar via T2S ställs vissa villkor genom detta, och en CSD måste då antingen uppfylla dessa villkor för tillgång till centralbankspengar i svenska kronor, eller så kan den inte få tillgång till centralbankspengar i svenska kronor.

Sammantaget ställer varken likabehandlingsprincipen i PFMI eller förvaltningslagens krav på Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar i svenska kronor för värdepappersavveckling på ytterligare sätt än det sätt som Riksbanken bedömer som det lämpligaste.

4.2 Kriterier vid tillhandahållande av centralbankspengar

Vid bedömning av hur centralbankspengar bör tillhandahållas för värdepappersavveckling kan dessa utgångspunkter nämnas.

- Ett av Riksbankens uppdrag är att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.
- Riksbanken tillhandahåller centralbankspengar i sin roll som centralbank och ska i sin myndighetsutövning vara neutral och icke-diskriminerade i tillämpning av villkor, även när det gäller CSD:ers åtkomst till centralbankspengar för värdepappersavveckling (se avsnitt 4.1).
- Värdepappersavveckling ska ske i centralbankspengar om det är praktiskt genomförbart och möjligt.
- Värdepappersavveckling bör ske enligt principen Delivery-versus-Payment (DvP), det vill säga en simultan utväxling av värdepapper och pengar mellan köpare och säljare.
- Värdepappersavveckling bör helst ske genom att en så kallad integrated model tillämpas.³⁷

Vidare antas att dessa förutsättningar gäller:

- Tjänster i Riksbankens betalningssystem RIX är tillgängliga i olika omfattning under dygnets timmar. Det innebär att tjänsterna i systemet har olika öppettider.
- Det krävs en avräkningstidpunkt i RIX för genomförandet av penningpolitiken och för att deltagarnas och Riksbankens balanser skall kunna fastställas vid en bestämd tidpunkt.

Med avstamp i dessa utgångspunkter och förutsättningar kan ett antal kriterier formuleras, mot vilka olika alternativ för att tillhandahålla centralbankspengar till värdepappersavveckling kan utvärderas.

- RIX-tjänsten för likviditetsförsörjning i centralbankspengar ska stödja att en eller flera CSD:er kan genomföra värdepappersavveckling.
- Tjänsten bör möjliggöra att likviditet för värdepappersavveckling inte behöver splittras, det vill säga att likviditet kan utnyttjas på ett effektivt sätt.
- Metoden för tillhandahållandet av centralbankspengar ska inte innebära risker för effektiviteten i Riksbankens system för stora betalningar (RIX-RTGS).
- Tillhandahållandet av centralbankspengar kan *möjligen* ske med mer än en metod, om det kan göras på ett sätt som inte medför ökad operativ risk och som är rimligen effektivt (kostnadseffektivt) för Riksbanken att upprätthålla.
- Tjänsten ska inte vara specifikt utformad för någon CSD utan vara tillgänglig på lika villkor för de CSD:er som uppfyller Riksbankens kriterier.
- Centralbankspengar ska vara tillgängliga för den CSD som kan visa att det finns ett behov av detta och under förutsättning att en CSD uppfyller Riksbankens krav för en viss metod av tillhandahållande.

³⁷ Se avsnitt 4.3 för en beskrivning av olika modeller för att använda centralbankspengar vid värdepappersavveckling.

- Tjänsten bör möjliggöra interoperabilitet mellan CSD:er. Det innebär att likviditet kan flyttas i RIX-RTGS för avveckling via olika CSD:er under dessa tjänsters öppettider i RIX-RTGS.
- Tjänsten ska inte vara hindrande för förändringar av vilka kategorier av institut som kan bli deltagare i RIX.
- Om Riksbanken tillhandahåller konton i mer än ett avvecklingssystem/extern plattform bör systemen/plattformen byta datum vid samma tidpunkt som RIX-RTGS byter datum. Om systemen byter datum vid olika tidpunkter ska det inte ske någon överföring av likviditet mellan systemen under den tid som systemen befinner sig på olika valutadagar.
- Intradagskredit ska även fortsättningsvis vara tillgänglig endast för deltagare i RIX-RTGS under den tid som systemet är öppet, det vill säga under den tid som någon av systemets tjänster är tillgängliga.
- För de deltagare som har rätt till intradagskredit ska den även fortsättningsvis tillhandahållas kostnadsfritt.
- Lösningen ska möjliggöra för Riksbanken att i rollen som operatör av betalningssystemet RIX möta de krav som ställs genom lag samt CPMI:s krav enligt principer för finansiella infrastruktursystem (PFMI) och Riksbankens egna krav. Det inkluderar krav med anledning av svensk säkerhetsskyddslagstiftning eller med anledning av beredskap vid kris eller ofred.

Riksbanken har högt ställda krav på säkerhet och kontinuitet för RIX-RTGS. Utgångspunkten bör vara att samma höga krav gäller även för andra avvecklingstjänster, i detta fall för riksbankskonton för värdepappersavveckling.

4.3 Alternativ för åtkomst till centralbankspengar för värdepappersavveckling

Centralbankspengar i svenska kronor för värdepappersavveckling är i dagsläget enbart tillgängliga för ES genom Riksbankens utkontraktering av likvidkonton. Situationen möter inte utgångspunkten för denna utredning, vilken är att det framöver ska vara möjligt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD, på ett sätt som är stabilt, säkert och effektivt.

Om mer än en CSD vill avveckla i centralbankspengar, kan centralbankspengar göras tillgängliga enligt två olika modeller; antingen genom en så kallad *integrated model* eller genom en så kallad *interfaced model*.

En *integrated model* innebär att konton för värdepapper och pengar görs tillgängliga på samma tekniska plattform. Det är den mest effektiva modellen och det är den som tillämpas i Sverige idag i och med att Riksbanken har gjort konton för centralbankspengar tillgängliga på ES tekniska plattform för värdepappersavveckling. En *integrated model* är därför den önskade modellen för Riksbanken även framåt. En *interfaced model* innebär att centralbankspengar finns kvar i Riksbankens system (RIX-RTGS) och att CSD:ns system frågar om det finns tillräcklig likviditet för avveckling på

dess deltagares konton.³⁸ Modellen kan vara lämplig när transaktionsvolymerna är låga, eftersom det annars blir en stor mängd meddelanden mellan RIX-systemet och CSD:ns system vilket innebär en ökning av operativ risk.

Tillhandahållandet av centralbankspengar kan möjligen ske med mer än en modell, men då under förutsättning att det bedöms lämpligt med hänsyn till de kriterier som ska tillämpas. Det skulle då innebära att en kombination av integrated och interfaced model.

Beträffande en integrated model bedöms att det finns två alternativ; utkontraktering av centralbankskonton för värdepappersavveckling till flera CSD:er (1. i matrisen nedan) eller att använda T2S (2. i matrisen nedan). Vidare kan man tänka sig två alternativ som kombinerar en integrated model med en interfaced model; ES (befintlig utkontraktering) parallellt med en interfaced lösning för annan CSD (3. i matrisen nedan) eller T2S parallellt med en interfaced lösning för en CSD som inte finns på T2S (4. i matrisen nedan). Det finns därmed fyra teoretiska alternativ för hur centralbankspengar kan göras tillgängligt för värdepappersavveckling.

Alternativ för centralbankspengar till mer än en CSD			
Integrated model		Integrated model och interfaced model kombinerat	
1. Riksbankskonton utlagda till ES och till ytterligare CSD/er	2. Riksbankskonton utlagda endast till T2S	3. Utlagda konton till ES parallellt med avveckling i separat LOM i RIX-RTGS för annan CSD.	4. Utlagda konton till T2S parallellt med avveckling i separat LOM i RIX-RTGS för annan CSD (som inte är på T2S).

Källa: Riksbanken

En analys av de fyra alternativen ger vid handen att:

- Det finns alternativ för Riksbanken för att framöver tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling till mer än en (1) CSD.
- När de olika alternativen prövas mot de kriterier som fastställts är det T2S-alternativet som sammantaget bäst möter kriterierna. För de flesta kriterierna som vi utvärderat de olika alternativen mot är utfallet detsamma, de bedöms möta kriteriet ungefär lika väl. Men för vissa kriterier är det bara T2S som möter kriteriet, eller som gör det på ett sätt som är förknippat med lägre kostnad eller med mindre operativ risk för Riksbanken än övriga alternativ. Det är framför allt avseende likviditetshantering och stöd för intradagskredit som T2S framstår som ett starkare alternativ än övriga. I marknadens svar på Riksbankens T2S-remiss framhölls vikten av en effektiv likviditetshantering för värdepappersavveckling.
- Om Riksbanken skulle förorda T2S som den framtida lösningen och ytterligare en CSD skulle efterfråga åtkomst till centralbankspengar innan T2S är en realitet, skulle alternativ 3 kunna vara en "brygglösning" under en period. Det mest sannolika är emellertid att om ytterligare en CSD skulle vilja avveckla i svenska kronor, så finns den CSD:n redan på T2S-plattformen.

³⁸ Vid avveckling i centralbankspengar i RIX-RTGS i en *interfaced model* kan man tänka sig att värdepapperscentralen skulle kunna begära att få vara ombud för sina deltagare och därmed kunna instruera avvecklingsinstruktioner på deras underkonton avsedda för värdepappersavveckling i RTGS (viss bestämd LOM).

- För de kriterier som rör krav med anledning av säkerhetsskyddslagstiftning respektive arrangemang för säkerhet och kontinuitet krävs för samtliga alternativ att en utredning sker i varje enskilt fall innan det går att göra en bedömning av på vilket sätt som respektive kriterium möts. För närvarande pågår inom Riksbanken en förstudie om val av framtida teknisk plattform för Riksbankens tjänst för stora betalningar, RIX-RTGS. Vilken lösning som väljs kan ha viss betydelse för innebörden av de olika alternativen för centralbankspengar till värdepappersavveckling. Något förenklat kan påverkan sammanfattas med att valet av plattform har betydelse för vilka anpassningar som behöver göras i gränssnitten mellan RTGS-system, säkerhetshanteringssystem och det - eller de - system som används för värdepappersavveckling.

Sammanfattningsvis konstateras att mot bakgrund av att Riksbanken anser att centralbankspengar bör tillhandahållas för värdepappersavveckling på ett sätt som bidrar till ett säkert och effektivt betalningsväsende, att det ska ske på ett neutralt och icke-diskriminerade sätt samt att värdepappersavvecklingen ska ske i en integrerad model och enligt principen om simultan utväxling av värdepapper och pengar mellan köpare och säljare (DvP) framstår T2S som det mest intressanta alternativet för Riksbanken att undersöka för framtida värdepappersavveckling.

5 Vad skulle T2S innebära för Riksbanken?

För att utkontraktera verksamhet till T2S kan EU-centralbanker utanför eurosamarbetet samt nationella centralbanker inom EES (EEA) ingå avtal med Eurosystemet om att använda T2S. Centralbankernas avtal kallas för Currency Participation Agreement (CPA) och det är ett standardiserat avtal. CSD:er som utkontrakterar verksamhet till T2S ingår på motsvarande sätt avtal med Eurosystemet, ett så kallat Framework Agreement. Om Riksbanken skulle ingå ett T2S-CPA med Eurosystemet så skulle avtalet med ES, vilket reglerar den nuvarande utkontrakteringen av riksbankkonton för värdepappersavveckling, sägas upp och fasas ut.

Om Riksbanken skulle använda T2S för att tillhandahålla centralbankspengar till RIX-deltagares värdepappersavveckling skulle det vara en tjänst inom RIX. RIX-tjänsterna för värdepappersavveckling skulle omfatta möjlighet för RIX-deltagare att ha riksbankkonton på T2S för likviditet för värdepappersavveckling, möjlighet att föra likviditet mellan RIX-RTGS och konton på T2S samt möjlighet, för de deltagare som har rätt till intradagskredit, att få det på T2S för värdepappersavveckling. RIX-deltagarna skulle ha en avtalsrelation till Riksbanken, inte till Eurosystemet. T2S skulle behöva kopplas samman med andra tekniska system som Riksbanken använder för RIX och för hantering av säkerheter för kredit. Information och data från T2S behöver också kunna överföras för bokföring och för statistikinsamling, analys och i övervakningssyfte.

5.1 Avtal med Eurosystemet

T2S-CPA innehåller ett antal bilagor (Schedules), varav somliga har egna bilagor (Appendix). T2S-CPA reglerar parternas ansvar och rättigheter under såväl projektfas som operativ fas. I avtalet regleras en mängd områden. Det är till exempel tjänsternas öppettider, hur utkontrakterade konton hanteras, vilka former som finns för hur kredit kan tillhandahållas och olika alternativ för hur en centralbank kan ta säkerheter för kredit, hur T2S sammankopplas med centralbankens eget RTGS och säkerhetshanteringssystem, hur processen för ändringsbegäran av funktionalitet ser ut, hur ändringar och tester av ändringar i T2S går till och att anslutna centralbanker har tillräckliga resurser och med rätt kompetens för det. Det finns, precis som i TIPS-CPA, utrymme för en så kallad "currency specific schedule" där aspekter som inte omfattas av det standardiserade avtalet kan överenskommas. Där kan krav och åtgärder med anledning av specifik nationell lagstiftning regleras.

Till regelverkspaketet för centralbanker och för CSD:er hör också vad som kallas "T2S Scope Defining Set of Documents". Det är en omfattande och detaljerad dokumentation av processer och funktionalitet för T2S som omfattar cirka 10 000 sidor. I "T2S Manual of Operational Procedures" finns bland annat beskrivningar av hur centralbankers (och CSD:ers) supportteam ska ha beredskap att agera.

Med anledning av ett T2S-CPA finns anledning att orientera om ett antal områden som rör policyfrågor och som direktionen bör känna till vid ett ställningstagande till T2S. Det avser områden som legala risker, styrning och kontroll, utträde ur ett T2S-avtal, kalender och öppettider för den svenska kronan på T2S, den operativa implementeringen av penningpolitiken, påverkan på RIX-verksamheten samt hur övervakning kan bedrivas i ett T2S-scenario. Dessa områden belyses kort i avsnitten nedan. Överväganden följer i kapitel 7.

5.2 Legala risker

CPA:t är i sin grundform ett omfattande standardiserat avtal på drygt 460 sidor. Det har stora likheter med det CPA Riksbanken erbjöds 2012.³⁹ Då noterades flera operativa risker – inte minst juridiska – som behöver tas om hand om Riksbanken ska kunna ingå avtalet. De flesta av dessa risker återfinns också i det standard-CPA som är aktuellt idag, och då inte minst i fördelningen av ansvar mellan parterna. Det finns anledning att se över den ansvarsfördelning som föreslås i avtalet, åtminstone utifrån principen att var och en tar ansvar för det man styr och kan påverka. Det kan finnas utrymme för sådana framförhandlade förändringar i standardavtalets Schedule 13, Currency specific schedule.⁴⁰ Ett liknande avtal ingicks för övrigt mellan Riksbanken och Eurosystemet våren 2020.⁴¹ Utredningen har gjort en översiktlig granskning av avtalet och identifierat exempel på områden som föreslås för djupare analys och bedömning i en eventuell förstudie.

5.3 Styrning och kontroll

Strukturen för styrning och kontroll på T2S skulle innebära förändringar för Riksbanken, men kanske i mindre utsträckning än om det inte alls förekommit någon utkontraktering av centralbankskonton för Riksbankens del sedan tidigare. Nu kan Riksbanken dra nytta av erfarenheterna från utkontrakteringen till ES respektive avtalet för utkontraktering till TIPS.

Styrning och kontroll över T2S regleras i Schedule 8 av CPA:t. Enligt avtalet har Eurosystemet den slutliga beslutanderätten i alla frågor förknippade med T2S förutom de frågor som rör Riksbankens egna konton. Eurosystemet har denna befogenhet i egenskap av ägare av T2S. Givet att T2S är en multilateral plattform minskar inflytandet för den enskilda centralbanken, i jämförelse med en situation där centralbanken äger och driver sitt eget system. I T2S-CPA:t görs det emellertid tydligt att nationella centralbanker har den fulla kontrollen över så kallade Dedicated Cash Accounts, DCA:s, i sina respektive valutor. Det är viktigt för Riksbankens del eftersom Riksbanken behåller ansvaret för hanteringen av riksbankskonton gentemot sina deltagare även vid en utkontraktering av konton till T2S. Därtill gör avtalet tydligt att de nationella centralbankerna ska behålla möjligheterna att implementera sin penningpolitik och att vidta åtgärder för att främja finansiell stabilitet i sina länder.

Slutgiltiga beslut om T2S-plattformen fattas av ECB:s styrande råd, Governing Council. Därtill finns det så kallade Governors' Forum, vilket består av cheferna från centralbanker utanför euroområdet och medlemmar från Governing Council. Governors' Forum diskuterar frågor som är relevanta för de nationella centralbankerna, vilka inte kunnat lösas i andra forum på lägre nivå.⁴²

Nästa nivå, den styrande nivån, i T2S Governance-struktur utgörs av T2S styrelse (T2S Board), Non-Euro Currencies Steering Group (NECSG) och CSD Steering Group (se avsnitt 6.2). Som icke-euromarknad skulle Riksbanken delta i NECSG. Market Infrastructure

³⁹ I diariet under dnr 2011-151-KAP.

⁴⁰ Se listan på sidan 1 i CPA; [*Where applicable, Schedule 13: NCB-specific Requirements*].

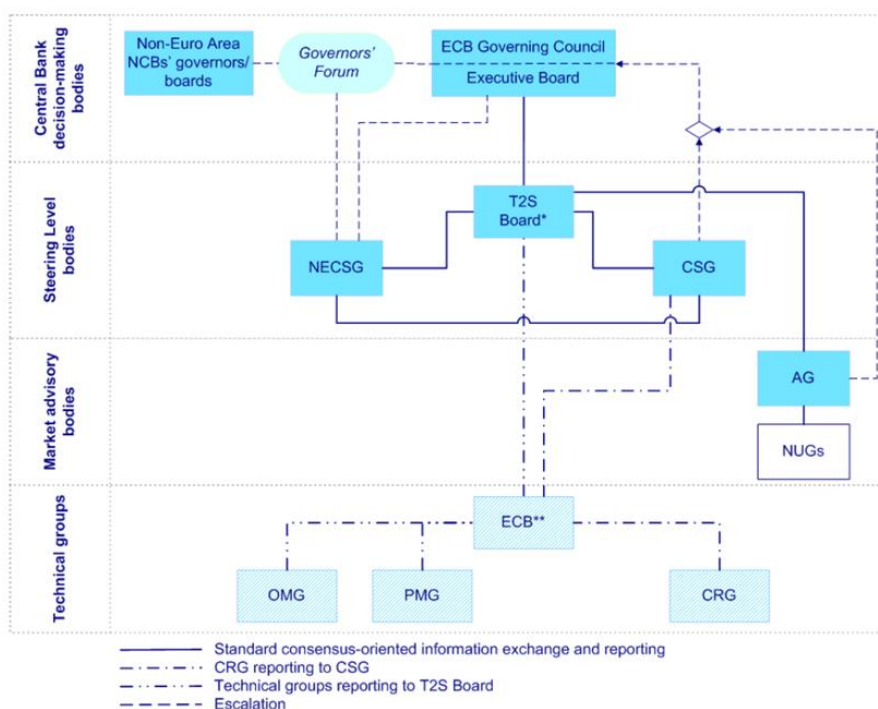
⁴¹ I TIPS CPA är motsvarigheten Schedule 9.

⁴² Enligt uppgift från ECB har det aldrig skett en eskalering av någon fråga till Governors' Forum.

Board (MIB, "T2S Board" i diagrammet) är beslutsorganet för all marknadsinfrastruktur som tillhandahålls av Eurosystemet (dvs. T2S men också TIPS, TARGET2/T2 och ECMS). Även om MIB:s beslut fattas på delegation från ECB:s styrelse, så ingår i MIB företrädare för nationella centralbanker utanför euroområdet (Sveriges Riksbank och Danmarks Nationalbank).⁴³

Sammantaget är Riksbanken involverad i, och har möjlighet att i viss utsträckning påverka, beslutsfattandet för T2S.

Figure 1: T2S Governance bodies



Källa: Eurosystemet, T2S-CPA Schedule 8

Alla nationella centralbanker, både euro- och icke-eurocentralbanker, har möjlighet att föreslå en förändring av T2S, vilket görs genom att en så kallad Change Request (CR) initieras. Förändringsprocessen är sedan utformad så att förändringsförslaget går genom T2S-strukturens olika forum och grupper. Om en centralbank i NECSG ser förändringen som riskfylld för den egna valutan, finansiella stabiliteten eller att det skulle försämrå jämbördiga förutsättningar för konkurrens ska detta lyftas inom NECSG och tas med i NECSG:s beslutsförslag. Det slutliga beslutet om en CR fattas av Governing Council. Om konsensus om en CR inte kan nås baserat på intressenternas beslutsförslag kan frågan diskuteras vidare i diskussioner som leds av MIB. Kan frågan ändå inte lösas kan den tas den upp för diskussion i Governors' Forum. Om frågan inte kan lösas där heller har eurosystemet bestämmanderätt. Om diskussionerna uppstått till följd av att en ansluten centralbank anser att förändringen är olämplig till följd av att den hotar respektive valuta eller finansiell stabilitet, krävs att eurosystemet motiverar sitt beslut.

⁴³ Riksbanken är representerad genom Avdelningschef för Avdelningen för betalningar.

Utöver den påverkansmöjlighet Riksbanken har som ansluten centralbank, är Riksbanken även ordförande i den svenska National Stakeholder Group (NSG). NSG:n återetablerades i juni 2021 (se avsnitt 6.2).⁴⁴ NSG:n samlar den svenska marknadens intressenter och rapporterar till AMI-SeCo.⁴⁵ Det ger en möjlighet för Riksbanken att facilitera och delta i marknadens diskussioner vad gäller T2S.

5.4 Utträde

En uppsägning från T2S regleras i Schedule 11 av T2S-CPA. En uppsägning kan ske på grund av inträffade förhållanden som medger rätt till uppsägning eller enligt önskemål. Generellt sker ett utträde (exit) genom en full de-migrering från T2S-plattformen på ett bestämt datum, en så kallad "big bang"-metod. Ett utträde ska ske över en helg, med målsättningen att undvika helger med extra mycket trafik, såsom i slutet av en månad eller slutet av ett kvartal. Parterna kan vid en uppsägning dock komma överens om ett mer sekventiellt tillvägagångssätt.

En uppsägning sker genom att den nationella centralbanken formellt säger upp kontraktet med ECB. Om inte parterna, ECB och den nationella centralbanken, kommer överens om annat ska tidsperioden från den formella uppsägningen till utträde inte överskrida två år. Om två-årsperioden inte kan hållas ska en förhandling ske för att komma fram till en lösning för det förlängda användandet av T2S-tjänsterna. En kortare tidsperiod än två år kan väljas, givet att alla relevanta CSD:er har informerats om utträdesprocesserna och har haft tillräckligt med tid att förbereda sig för utträde från T2S, som sker simultant med utträde av den aktuella avvecklingsvalutan. Om uppsägningen sker enligt önskemål förväntas den nationella centralbanken betala för de kostnader som uppstår för planering, koordinering och utförande av utträdesaktiviteter.

Om en uppsägning skulle ske är det alltså en tidskrävande och kostsam process, inte enbart för Riksbanken utan även för den svenska marknaden och dess aktörer som är knutna till T2S. Särskilt för CSD:er blir det en stor påverkan. För exempelvis ES, som skulle ha utkontrakterat sin värdepappersavveckling till T2S, skulle det krävas ett nytt avvecklingssystem när T2S inte längre används. Riksbanken skulle återigen behöva utkontraktera sina likvidkonton till ES, förutsatt att avvecklingen av svenska värdepapper skulle återgå till den nuvarande modellen. Därmed skulle det krävas en ny koppling mellan ES och Riksbankens säkerhetshanteringssystem (QCMS). Det skulle möjligen också vara aktuellt för ytterligare CSD:er. Ett projekt för att avsluta användningen av T2S skulle kunna ta ungefär lika lång tid som projektet för att ansluta till T2S, omkring fem år.

5.5 Kalender och öppettider

T2S är öppet för värdepappersavveckling alla så kallade TARGET-dagar, vilket är alla dagar utom nyårsdagen, långfredagen, annandag påsk, 1 maj, juldagen och annandag

⁴⁴ NSG:er har ersätt de så kallade National User Groups (NUG:s) i illustrationen.

⁴⁵ Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral, AMI-SeCo, motsvarar AG i illustrationen.

jul. Trots att långfredagen, annandag påsk och 1 maj inte är TARGET-dagar kan värdepappersavveckling ändå ske dessa dagar.⁴⁶

För avveckling i valutor som inte ingår i eurosamarbetet styrs respektive valutas kalender av den utgivande centralbanken. Sverige har 12 dagar som är helgdagar, utöver de sex dagar som Eurosystemet har som bankfri helgdag. Riksbanken skulle alltså styra vilka dagar som det är möjligt att överföra likviditet i svenska kronor till T2S för värdepappersavveckling.

Öppettiderna i T2S för värdepappersavveckling skiljer sig väsentligt från de öppettider som ES tillämpar för värdepappersavveckling. På T2S sker värdepappersavveckling under både natt- och dagtid. Avvecklingsdagen slutar kl. 18.00 i T2S för samtliga valutor, det vill säga vid samma tidpunkt som RIX för närvarande stänger. När T2S senare samma dag, kl. 20.00, startar avvecklingen på nytt är det med nästa bankdags datum som valutadag. Det innebär att det i RIX-RTGS måste vara möjligt att innan dess överföra likviditet till konton på T2S. T2S öppnar för sådan överföring av likviditet kl. 19.00.

Det här är en stor förändring mot dagens schema i svenska kronor där det inte förekommer vare sig värdepappersavveckling eller intradagskredit för värdepappersavveckling under natten.⁴⁷ Här finns alltså inte möjlighet för den utgivande centralbankens att styra tidpunkten för när dagen slutar. Bakgrunden är harmoniseringssträvanden och att avveckling ska kunna ske gränsöverskridande på T2S. I praktiken kan centralbanken inom ramen för det övergripande tidsfönstret styra tidpunkten för vissa typer av instruktioner/händelser för sin egen valuta, t.ex. tidpunkt för återbetalning av intradagskredit, men det går inte att för den enskilda valutan ha avvikande tidpunkter för dagens start och slut.

En längre avvecklingsdag för värdepapper är i grunden positivt för finansiell stabilitet, eftersom det ger banker möjlighet att hantera sin likviditet och finansiering under en längre tid. Men beträffande T2S schema för öppettider kan det dock inte uteslutas att det kan vara svårt för Riksbanken att vid behov åstadkomma en senareläggning av avvecklingsdagens slut i T2S, i alla fall att kunna göra det med kort varsel. Sådana behov uppstår inte ofta men det händer. Anledningen kan vara att en enskild aktör har tillfälliga tekniska problem, med konsekvenser för andra RIX-deltagare, och därför ber Riksbanken om en senareläggning i dagens schema. Men det kan även vara så att allvarliga finansiella problem hos en aktör föranleder åtgärder från Riksbankens sida i syfte att värna finansiell stabilitet. Vid ett sådant tillfälle skulle det kunna vara av vikt att kunna styra den tidpunkt som RIX-tjänsterna stänger en viss dag, eftersom åtgärderna kan kräva tid för handläggning och beslut (se även avsnitt 5.6.1). Det är i första hand åtkomst till RIX-RTGS och säkerhetshanteringssystemet som är viktigt i sammanhanget men åtkomst till värdepappersavvecklingssystemet skulle också kunna vara av betydelse.

⁴⁶ Långfredag och annandag påsk dock endast utan likvid (så kallad Free of Payment-avveckling) vilket möjliggör överföringar av värdepapper som säkerheter under dessa dagar. Den 1 maj är även värdepappersavveckling mot likvid tillgängligt (Delivery-versus-Payment, DvP) vilket i dagsläget nyttjas av Danmark då 1 maj inte är en allmän helgdag i Danmark.

⁴⁷ Det ska dock nämnas att i samband med starten av RIX-INST på TIPS kommer det dock bli möjligt för RIX-deltagare att föra likviditet till/från RIX-INST konton under en stor del av dygnet under årets alla dagar. Riksbanken har också för avsikt att i samband med starten av RIX-INST möjliggöra intradagskredit i RIX under en stor del av dygnet, under årets alla dagar.

5.6 Operativ implementering av penningpolitiken

Riksbankens implementering av penningpolitik bör inte materiellt påverkas av valet av avvecklingstjänst för värdepapper. De transaktioner där Riksbanken använder sig av värdepapper är relativt enkla och standardiserade, som försäljning av Riksbankscertifikat, repor och lån mot säkerhet, samt köp och försäljning av värdepapper. Utöver detta kräver Riksbanken möjligheten att ta emot säkerheter för kredit i RIX och för penningpolitisk utlåning. Dessa grundläggande funktioner bör finnas i samtliga avvecklingssystem, men däremot kan vissa tekniska val eller särskilda tidpunkter då saker görs försvåra att Riksbankens implementering sker exakt på det sätt Riksbanken vill.

5.6.1 Likviditetshantering och beräkning av balans över penningpolitisk natt

Riksbanken kommer att ha lösningar för att hantera de penningpolitiska räntorna och konton med centralbankspengar i flera avvecklingstjänster även innan en eventuell T2S-anslutning. Riksbanken kommer nämligen redan innan det eventuellt aktualiseras att ha två avvecklingstjänster, RIX-RTGS för vanliga betalningar i centralbankspengar respektive RIX-INST för omedelbara betalningar dygnet runt som utförs på skilda tekniska plattformar. RIX-deltagare kan föra över pengar mellan sina konton hur som helst, men kredit kan enbart erhållas i RIX-RTGS. Detta betyder dock att de kan skapa likviditet i RIX-RTGS och sedan föra över pengarna till RIX-INST. Vid en viss bestämd avräkningstidpunkt, vilken kan jämföras med dagens stängning, kommer Riksbanken utgå från saldon för båda kontona och fastställa vad deltagarens nettoposition är för att beräkna den ränta som ska debiteras eller krediteras. Detta koncept kan enkelt utökas med fler centralbankskonton, till exempel sådana på T2S ifall Riksbanken låter det vara möjligt att behålla likviditet på T2S över avräkningstidpunkten.⁴⁸ Konceptet påverkas inte heller av eventuell möjlighet att erhålla intradagskredit på T2S.

En försvårande faktor med ett ytterligare system är att bytet av dygn, eller valutadag, i RIX måste synkroniseras med ett ytterligare system. För att Riksbankens bokföring, samt att deltagare i systemet, ska vara överens om vilken dag transaktioner ska göras, måste samtliga betalnings- och avvecklingstjänster vara överens om vilken valutadag som gäller. Två olika RIX-tjänster får inte boka samma händelse på två olika valutadagar, vilket kan försvåra förlängt öppethållande i tjänster om andra redan har gått över till nästa valutadag. Då T2S är en tjänst som skulle användas av fler aktörer än Riksbanken är det inte möjligt att säkerställa att Riksbanken skulle kunna välja att förlänga öppettiderna vid tekniska problem i andra tjänster eller om det är påkallat av andra skäl. Idag är en förlängning av öppettider ett verktyg som lättare kan användas i dessa situationer.

⁴⁸ Om Riksbanken skulle önska att det är möjligt för RIX-deltagare att låta likviditet i svenska kronor vara kvar på konto (DCA) på T2S över avräkningstidpunkten måste Riksbanken inkomma med en så kallad Change Request till Eurosystemet. Grundprincipen är att likviditet återförs till RTGS.

5.6.2 Andra indirekta effekter på den operativa implementeringen av penningpolitiken

Ett avvecklingsystem där det är lättare att avveckla värdepapper kan öka handeln med värdepapper som avvecklas samma dag som handelsdagen, vilket kan leda till att den penningpolitiska transmissionen stärks. Ett exempel på något som kan påverka transmissionen idag är den tidiga brytpunkten i den svenska värdepappersavvecklingen för "Delivery-versus-Payment"-repor. Detta betyder att det idag inte finns någon egentlig möjlighet att utjämna balanser mellan banker via säkerställda transaktioner sent på dagen. En brytpunkt senare på dagen, såsom T2S har, ger därför bättre förutsättningar för transmissionen.

5.6.3 Principer för hantering av säkerheter för intradagskredit för värdepappersavveckling

Om T2S används är det även fortsättningsvis Riksbanken som fastställer vilka säkerheter som accepteras för intradagskredit i värdepappersavvecklingen.

På T2S finns olika sätt att ta säkerheter. Om T2S används förordas att hela värdepapperskonton ska pantsättas till Riksbanken även fortsättningsvis, det vill säga att de värdepapper som ska omfattas av pantsättningen förs över till ett värdepapperskonto som är pantförskrivet till Riksbanken. Denna ordning tillämpas idag och uppskattas av RIX-deltagarna, då det ger ett enkelt och flexibelt system där säkerheter med lätthet kan bytas ut. Eftersom arrangemanget med pantsättning tillämpas för värdepapperskonton som tillhandahålls av ES sker pantsättningen under svensk rätt. Riksbanken behöver vara deltagare i CSD:n för att kunna ta panten i anspråk om institutet inte löst sin kredit vid en viss överenskommen tidpunkt före dagens slut.

För annan användning av säkerheter än för intradagskredit för värdepappersavveckling innebär T2S ingen skillnad jämfört med idag, till exempel för intradagskredit i RIX.

Om Riksbanken framöver skulle välja att dessutom delta i CSD/er med utländsk hemvist, antingen för att det efterfrågas av deltagare eller för att möjliggöra ett större urval av säkerheter för kredit, kan andra alternativ att ta säkerheter aktualiseras. Pantsättning av värdepapper på konton som tillhandahålls av en utländsk CSD sker under det landets rätt, vilket ökar komplexiteten. För värdepapper som kontoförs hos sådan CSD kan säkerhetstransaktioner då istället genomföras via repor, vilket innebär att Riksbanken förvärvar värdepapper och samtidigt avtalar om en återförsäljning.

5.6.4 Särskilda krav på kommunikation mellan T2S och Riksbankens nuvarande system

Som tidigare nämnt ställs vissa krav på hur T2S och Riksbankens nuvarande system kan kommunicera med varandra för att operationalisering av penningpolitiken ska vara lika automatiserad som idag. Riksbanken planerar att samtliga automatiska penningpolitiska transaktioner ska hanteras via säkerhetshanteringssystemet QCMS. Detta betyder bland annat att ränteberäkning sker i QCMS och QCMS skapar sedan transaktioner som skickas till andra system för att avvecklas. Dessa transaktioner, samt information om limiter och annat, behöver kunna mottas av andra system som T2S för att samtliga led i den operativa implementeringen av penningpolitiken ska fungera på samma sätt som idag.

Kommunikation behöver också fungera åt det andra hållet, det vill säga att information om limitutnyttjande i T2S måste kunna skickas och tas emot av QCMS.

5.7 RIX-verksamheten

Om T2S används skulle Riksbanken vara fortsatt ansvarig för RIX-tjänsternas utförande gentemot RIX-deltagarna. Villkor för RIX och penningpolitiska instrument skulle reglera de aspekter som rör RIX-deltagares likvidkonton och processer för värdepapperslikviditet, inklusive intradagskredit på T2S.

År 2011-2012, då T2S-frågan var aktuell förra gången, gjorde Riksbanken en analys av hur T2S skulle påverka RIX-verksamheten. Då var bedömningen att den utkontraktering av hanteringen av riksbankskonton som en anslutning till T2S medför skulle ställa krav på stora förändringar av RIX-verksamheten. I övrigt bedömdes T2S påverkan på Riksbanken vara begränsad. Sedan dess har Riksbanken ingått avtal med Eurosystemet om TIPS-plattformen. Riksbankens användning av TIPS innebär att anpassningar är under genomförande i RIX-RTGS och i QCMS. Dessa kan i viss utsträckning återanvändas för T2S. TIPS medför också anpassningar i arbetstider och schemaläggning för operativ personal som troligen även möter behoven för T2S, åtminstone delvis. Oaktat detta skulle en T2S-användning ändå innebära förändringar i den löpande RIX-verksamheten och föra med sig krav.

- T2S öppettider skiljer sig mycket från de som ES tillämpar idag, vilket innebär utökade tider för tjänsterna i RIX. Det för också med sig krav avseende bemanning för support, både för AFB/RIX och hos drift- och systemleverantörer för RIX i allmänhet. T2S kommer inte att innebära färre anställda för Riksbanken utan för med sig behov av resursförstärkning. Behovet av förändringar i Riksbankens bemanning vid en T2S-användning bör utredas närmare i en förstudie.
- I och med att en användning av T2S är liktydigt med tillämpning av europeiska standarder och processer för värdepappersavveckling är det möjligt att utländska banker, som tidigare använt lokala agenter för svensk värdepappersavveckling, därmed ser en nytta i att själva bli deltagare i RIX. Om antalet deltagare i RIX ökar kan det ha betydelse för hur kontinuitetsrutiner för RIX utformas.
- Det bör vara ett minimikrav för Riksbanken att kunna fortsätta att ha tillgång till all nödvändig information som behövs för att utföra uppdraget, det vill säga tillhandahållandet av centralbankspengar för värdepappersavveckling, på ett säkert och effektivt sätt.

5.7.1 Riksbankens omställningskostnader och nya löpande kostnader

Riksbanken tillämpar principen om full kostnadstäckning för RIX. En omställning från att endast tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling via ES till att göra det via T2S innebär omställningskostnader för RIX. En preliminär bedömning är att delar av den systemutveckling som nu genomförs för att sammanlänka RIX-RTGS med TIPS-plattformen kan användas även avseende sammanlänkning med T2S, men att det därutöver kommer att krävas ytterligare systemutveckling.

De omställningskostnader och nya löpande kostnader som T2S medför bör fördelas enligt samma princip som i övrigt tillämpas för RIX.

5.7.2 Avgifter för T2S

Eurosystemet fakturerar anslutna centralbanker för överföringar till/från T2S DCA-konton och för rörelser på DCA, för frågor och rapporter avseende DCA och för meddelanden som överförs till och från T2S.

För närvarande är den fasta avgiften per DCA noll, men ECB förbehåller sig rätten att ompröva det regelbundet. Avgiften för automatiserat ställande av säkerheter för kredit till centralbank är för närvarande också satt till noll, men kan omprövas. Avgifterna faktureras i euro till anslutna centralbanker som sedan i sin tur fakturerar sina deltagande likvidbanker.⁴⁹

5.7.3 Säkerhetsskydd

Värdepappersavvecklingen är en central funktion för att det finansiella systemet ska fungera och kan falla under säkerhetsskyddslagstiftningen. Under förutsättningen att en fungerande T2S-plattform är nödvändig för Sveriges värdepappersavveckling så blir T2S av vikt för Sveriges säkerhet och hamnar då under säkerhetsskydd. En säkerhetsskyddsanalys görs för att fastställa om så är fallet och till vilken nivå, det vill säga vilken potentiell skada som Sveriges säkerhet skulle lida av systemets otillgänglighet.

Eftersom driften av T2S inte sker i Riksbankens lokaler så skulle användningen vara att betrakta som en utkontraktering, och under förutsättningen att analysen fastställer att det är säkerhetsskyddad verksamhet så ska ett säkerhetsskyddsavtal nivå 1 tecknas. Riksbanken väljer i sådana fall att rådgöra med Säkerhetspolisen huruvida utkontrakteringen är lämplig.

När utkontraktering sker utanför Sveriges gränser så behöver särskild vikt läggas vid säkerhetsprövningsprocessen. Säkerhetsskyddsanalysen ska påvisa om det finns individer som behöver säkerhetsprövning inklusive placering i säkerhetsklass. För individer bosatta i Sverige så görs detta genom en registerkontroll av Säkerhetspolisen. När det gäller utlandet så sköts denna kontroll via UD. Det kan enbart göras gentemot länder som Sverige har ett avtal om utbyte med, vilket innefattar 4CB-länderna.⁵⁰ Man ska dock vara medveten om att en sådan prövning tar tid och att man behöver ha avtalat med sin motpart så de accepterar att en sådan prövning genomförs. Med robusta redundanslösningar kan en lägre nivå av säkerhetsprövning utan placering i säkerhetsklass (utan registerkontroll men med bakgrundskontroll) möjligt accepteras.

Säkerhetsskyddsåtgärder avseende informationssäkerhet och fysiskt skydd måste också verifieras. Åtgärderna dimensioneras mot hotaktören och systemets vikt för Sveriges säkerhet. Det har noterats att ECB redan har omfattande kravställning inom dessa områden som i stora delar täcker de säkerhetsskyddsåtgärder som Riksbanken skulle kräva.

Fortsatt analys av säkerhetsskyddsrelaterade frågor bör ske i en förstudie.

⁴⁹ TARGET Services pricing guide Version 1.0, mars 2021, Annex 3, avsnitt "T2S cash-related pricing rules".

⁵⁰ 4CB är förkortningen för de fyra centralbanker som ansvarar för driften av Eurosystemets infrastruktursystem: tyska Bundesbank, spanska Banco de España, italienska Banca d'Italia och franska Banque de France.

5.7.4 Cybersäkerhet och kontinuitetsfrågor

Vid en eventuell svensk anslutning till T2S, så är det nödvändigt att systemet är säkert och effektivt. De viktigaste aspekterna av säkerhet kring ett system som T2S är tillgänglighet och riktighet. Ett skydd behöver finnas så att systemet inte blir otillgängligt eller att informationen i det ändras eller förstörs. Mer specifikt, så skulle vid en eventuell användning av T2S, krav behöva ställas på Eurosystemets hantering av samma områden som är relevanta inom säkerhetsskydd, dvs. fysisk säkerhet, personsäkerhet och informationssäkerhet.

Cybersäkerhet är ett område som nära angränsar till informationssäkerhet och är ett viktigt område för kravställande vad gäller skydd mot avsiktlig negativ påverkan på systemets tillgänglighet eller riktighet. Redan i nuläget förhåller sig Riksbanken i princip till samma internationella riktlinjer och vägledningar som Eurosystemet. Vid en eventuell anslutning till T2S skulle en stor del av arbetet genomföras av Eurosystemet (framförallt genom ECB respektive 4CB, som ansvarar för driften), som har betydligt större resurser för att bygga den förmåga som efterfrågas av riktlinjerna och regelverken. Bedömningsvis har större och mer resursstarka centralbanker betydligt större möjligheter att uppfylla och överträffa kraven i dessa riktlinjer och vägledningar än en relativt mindre centralbank såsom Riksbanken.

Kontinuitetshantering är ett centralt område för att upprätthålla tillgänglighet. Kontinuitetshanteringen kring T2S behöver säkerställa att tjänsten upprätthålls oavsett incidenter och/eller avbrott. Robusthet i infrastrukturen bör förebygga avbrott och om avbrott ändå inträffar, så behövs lösningar som gör att tjänsten fortsatt är tillgänglig så snart som möjligt.

Inför en eventuell anslutning till T2S, är det viktigt att Riksbanken försäkras om att Eurosystemet har en strukturerad och väl fungerande förändringshantering. Därutöver behöver krav ställas gällande en ändamålsenlig incidenthantering, för att försäkra sig om en effektiv hantering av incidenter, när de väl inträffar.⁵¹

Tillgänglighetsavbrott behöver kunna hanteras genom redundanta driftställen. Eurosystemet har etablerade redundanta driftställen. Detta ger en hög säkerhet avseende risker relaterade till fel i infrastrukturen.⁵²

Kontinuitet i anslutningen mellan T2S-plattformen och deltagare skulle framförallt hanteras av en nätverksleverantör. Risker relaterade till kommunikationsavbrott mellan plattformen och deltagare behöver därför förebyggas av att nätverksleverantören uppfyller höga krav på robusthet och kontinuitet

Ett annat viktigt område är likviditetsöverföringar till och från T2S. Vid systemavbrott eller kommunikationsstörningar kan likviditet som behövs för avveckling i RTGS-

⁵¹ Under 2020 drabbades TARGET2, Eurosystemets tjänst för avveckling av stora betalningar, av flera incidenter (ej cyberrelaterade) som ledde till avbrott i tjänsten. Det fick i några fall konsekvenser även för T2S och värdepappersavvecklingen. En oberoende granskning av vad som orsakat incidenterna, eller försvårat eller förlängt tiden för återställande, har genomförts. De 18 rekommendationer som lämnats av granskaren har mottagits av Eurosystemet som också åtagit sig att implementera åtgärder enligt rekommendationerna. Mer information finns tillgänglig på [ECB:s hemsida](#).

⁵² En aspekt att beakta är dock Eurosystemets konsolideringsprojekt, som samlar TARGET-tjänsterna, inklusive T2S, på en gemensam teknisk infrastruktur. Det innebär ett samberoende mellan T2S och övriga TARGET-tjänster. Vid beslut om att flytta driften av T2S till ett annat driftställe, så behöver man även besluta om flytt av RTGS-systemet T2. Omvänt påverkas T2S om flytt av T2 behöver ske. Detta kan komplicera beslutsprocessen för flytt av drift och kan innebära påverkan på tillgänglighet till T2S även vid händelser då endast T2 är påverkat.

systemet vara bundet i T2S, och vice versa. Det är därför viktigt att det finns lämpliga reservrutiner som möjliggör att likviditet flyttas eller skapas. Det finns i nuläget ett flertal sådana lösningar etablerade av Eurosystemet, exempelvis att centralbanker kan agera ombud för enskilda deltagare som inte har möjlighet att genomföra sina likviditetsöverföringar. Vid kommunikationsstörningar relaterade till nätverksleverantören, så finns även ett alternativt nätverk hos Eurosystemet som kan användas för att genomföra ett begränsat antal transaktioner.

Att dela plattform med Eurosystemet innebär att beroenden flyttas längre från Riksbanken och utanför Sveriges gränser. Möjligheten att utveckla eller förvalta befintliga Riksbanksanpassade kontinuitetslösningar kan därför påverkas av en eventuell användning av T2S. Eurosystemet behöver beakta behoven för många länder, inte bara Sveriges. Det kan göra det svårt att anpassa lösningar för de krav som gäller för Riksbankens kontinuitetsplanering. Vid en fortsatt analys är det därför viktigt att utreda möjligheter till lösningar i relation till vilka behov som finns.

5.8 Övervakning

Om en anslutning till T2S skulle ske skulle T2S bli en systemviktig del av den svenska finansiella infrastrukturen; både Riksbanken och ES skulle då använda T2S. Därmed skulle T2S ingå i Riksbankens övervakning av den finansiella infrastrukturen. Riksbankens utläggning av likvidkonton till T2S skulle behöva övervakas som ett led i övervakningen av RIX-systemet. Riksbanken behöver därför kunna få all nödvändig information för att även fortsättningsvis kunna övervaka alla relevanta delar av RIX-systemet. I CPA:t för T2S nämns det uttryckligen att en användning av T2S inte ska påverka de nationella myndigheternas möjlighet att övervaka den finansiella infrastrukturen.⁵³

Riksbanken skulle fortsatt övervaka ES likt tidigare, även om ES skulle använda T2S för avvecklingen. Deras användning av T2S skulle anses som en utkontraktering av verksamhet, vilket ES har i viss omfattning redan idag (se avsnitt 6.1.1). Även kopplat till ES måste Riksbanken fortsättningsvis ha tillgång till, och kunna begära in, den information som krävs för att Riksbanken ska kunna övervaka verksamheten på ett ändamålsenligt sätt.

Om flera CSD:er skulle avveckla värdepapper i svenska kronor via T2S framöver skulle Riksbanken behöva övervaka även dessa i någon omfattning. Det är troligast att detta skulle röra sig om en CSD som genom CSDR:s passförfarande skulle kunna erbjuda tjänster i svenska kronor. Det innebär att CSD:n skulle ha en annan europeisk myndighet som "hemmamyndighet". Det lämpligaste sättet för Riksbanken att övervaka den eller de tillkommande CSD:erna skulle troligtvis vara genom ett MoU med CSD:ns hemmamyndighet. Det liknar det övervakningsarrangemang som Riksbanken har sedan tidigare för vissa centrala motparter som ligger utanför Sverige men som har viss clearing i svenska kronor. Skulle det vara flera tillkommande CSD:er är det möjligt att det skulle krävas fler resurser hos Riksbanken för att säkerställa övervakningen av dessa.

⁵³ Detta beskrivs i 3§ i artikel 3 i T2S-CPA.

6 Vad skulle T2S innebära för marknadens aktörer?

Den svenska värdepappersmarknadens aktörer har tagit fram, och kommit överens om, en plan för att harmonisera värdepappersmarknadens post trade-processer till europeiska standarder. Arbetet för att genomföra planen är omfattande och sträcker sig över många år. När planen väl är genomförd kommer den svenska värdepappersmarknaden i stort vara i linje med de processer och standarder som gäller på T2S. Det innebär därmed att en stor del av de omställningskostnader som är associerade med T2S kommer att materialiseras redan som en del i arbetet med planen.

Ett inriktningsbeslut från Riksbanken, som pekar på i vilken riktning Riksbanken avser att arbeta avseende hur centralbankspengar framöver tillhandahålls för värdepappersavveckling, är en viktig komponent i marknadens analys av hur harmoniseringsarbetet genomförs. Det gäller inte minst för den svenska CSD:n, ES. Om Riksbanken väljer att framöver använda T2S för centralbankspengar till värdepappersavveckling måste ES, för att kunna fortsätta att genomföra avveckling i centralbankspengar, avtala med Eurosystemet om T2S. Det innebär bland annat att ES värdepapperskonton utkontrakteras till T2S.

Arbetet för den svenska marknaden att implementera de processer som T2S använder och att lägga om från ES till T2S är komplext. Det krävs därför att ett eventuellt T2S-implementeringsprojekt för Riksbanken sker i nära samarbete med marknaden och genom gemensam projektplanering. Marknadens aktörer har erfarenheter från brister i andra länders T2S-implementeringsprojekt vilka man är angelägna om att undvika för svenskt vidkommande. En gedigen analys, transparens och noggrann uppföljning samt omfattande tester är viktiga komponenter i ett implementeringsprojekt.

De aktörer som är deltagare hos ES kommer, även om T2S används, att fortsätta att ha en avtalsrelation till ES och till Riksbanken, i den mån de är RIX-deltagare. Däremot behöver både CSD:ns deltagare och RIX-deltagarna anpassa verksamheten till förändrade öppettider för värdepappersavveckling. Därutöver måste deltagarna anpassa sina tjänster och rutiner utifrån vad som gäller på T2S. Prislistorna och kundavtalen behöver anpassas till de förändrade tjänsterna och regelverken för ES och RIX.

ES och deras deltagare skulle, liksom Riksbanken, behöva engagera sig i Eurosystemets forum när det gäller att utöva inflytande över T2S utveckling. Vid en eventuell T2S-anslutning hanteras krav på framtida utveckling genom andra forum och med andra metoder än i nuläget då ES genom ett eget system tillhandahåller alla sina tjänster (se mer under avsnitt 6.2). Den svenska marknadens aktörer kommer därmed att bli en del i kollektivet av kravställare.

6.1 Många intressenter påverkas

Det finns ett stort antal intressenter som påverkas av ett eventuellt framtida beslut att avveckla svenska värdepapper på T2S. I avsnitten nedan redogör vi översiktligt för hur det skulle påverka intressenterna om T2S används istället för dagens lösning. Det är dock värt att poängtera att dagens lösning inte möter Riksbankens målsättning att det framöver ska vara möjligt att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD.

6.1.1 CSD:er

Det är i dagsläget enbart ES som avvecklar värdepapper i svenska kronor i centralbankspengar. Den danska CSD:n, VP, samt de internationella CSD:erna Euroclear Bank och Clearstream Banking Luxemburg avvecklar också i svenska kronor, men enbart i kommersiella bankpengar.⁵⁴ Om avvecklingen av svenska värdepapper skulle flyttas till T2S öppnar det för fler CSD:er att avveckla i svenska kronor i centralbankspengar. Eftersom CSDR har ett passförfarande som gör det möjligt för CSD:er att bedriva verksamhet i andra europeiska jurisdiktioner än sin hemjurisdiktion finns det möjligheter för CSD:erna att utöka antalet marknader de erbjuder tjänster på. Genom en gemensam plattform som T2S finns det goda möjligheter för att avvecklingen ska kunna ske i centralbankspengar, även om CSD:n erbjuder tjänster utanför hemjurisdiktionen. Detta är i linje med CSDR som säger att avveckling ska ske i centralbankspengar om det är praktiskt genomförbart och möjligt. Om Riksbanken skulle utkontraktera likvidkonton till T2S skulle eventuella ytterligare CSD:er som vill erbjuda avveckling i svenska kronor inte behöva bli deltagare i RIX för att kunna göra detta. Det är bara de institut som är deltagare i en CSD och som vill ha konton i svenska kronor som behöver bli RIX-deltagare. I den nuvarande modellen, då Riksbanken har utkontrakterade likvidkonton till CSD:n, behöver denna vara deltagare i RIX.

Enligt en rapport från ESMA:s register över CSD:er har 13 europeiska CSD:er per den 3 juni 2021 ansökt om att använda passförfarandet hos den relevanta myndigheten i hemlandet.⁵⁵ Sex av dessa CSD:er tillhör Euroclear-gruppen. Antalet, och vilka, länder som CSD:erna ansökt om att etablera sig i skiljer sig åt mellan CSD:erna men det handlar framför allt om att euro-CSD:er har ansökt om att etablera sig, eller har etablerat sig, i andra euroländer som redan använder T2S. Det antyder att det skulle kunna finnas intresse från fler CSD:er än i dagsläget att avveckla i svenska kronor om svenska kronor finns på T2S. Att fler CSD:er kan vilja avveckla i svenska kronor är en bild som flera av respondenterna till Riksbanken T2S-remiss har. De tror dock att det kommer att dröja eller vara i begränsad omfattning.

En förutsättning för att en CSD ska kunna använda T2S är att den ingår ett så kallat Framework Agreement med Eurosystemet. Om värdepappersavvecklingen i svenska kronor skulle flyttas till T2S skulle det krävas anpassningar från ES. ES skulle i ett T2S-scenario bedriva vissa av sina tjänster i sitt egna tekniska system och utkontraktera andra (värdepapperskonton och -avveckling) till T2S. Själva omställningen från avveckling hos ES till T2S är i sig förknippad med investeringskostnader för CSD:n. Hur ES i slutändan skulle anpassa sina kringliggande system och tjänster samt sina processer i en sådan situation är något som får stor påverkan på hur effektiv en T2S-lösning skulle bli för den svenska marknaden och hur mycket det skulle kosta för deltagarna. Anledningen är att om T2S används för avveckling av värdepapper tillkommer transaktionskostnader från T2S för den verksamhet som CSD:n utkontrakterat. Hur anpassningen sker är inte något som Riksbanken har inflytande över utan är något som CSD:n måste utreda, i samarbete med sina deltagare. Det blir viktigt att tjänster och modell för anslutningen anpassas för att minimera kostnaderna för aktörerna och samtidigt möjliggöra nya affärsmöjligheter. Det är därför nödvändigt att ett gediget analysarbete sker inför en utvecklings- och implementeringsfas, för att säkerställa att

⁵⁴ Notera att den värdepappersavveckling som Euroclear Bank och Clearstream Luxemburg genomför dock enbart är relaterad till deras depåverksamhet och avvecklingen sker internt i deras system.

⁵⁵ Informationen är tillgänglig i ESMA:s [CSD-register](#).

den lösning som väljs blir effektiv. Förändringar för att i efterhand åtgärda brister är förknippade med ytterligare kostnader för analys och utveckling. I implementeringsfasen av ett eventuellt projekt för att ansluta till T2S krävs det även omfattande tester.

En utkontraktering av värdepapperskonton och -avvecklingen till T2S skulle ställa höga krav på ES förmåga till leverantörsstyrning, eftersom de precis som vid en utkontraktering till en privat aktör fortsatt är ansvariga för tjänsternas utförande gentemot sina deltagare. ES har redan i dagsläget utkontrakterat drift av sitt system och har därför redan en struktur för styrningen av detta. En eventuell utkontraktering till T2S skulle emellertid kunna komma att kräva en mer omfattande, eller en annorlunda, leverantörsstyrning.

I Riksbankens remiss om värdepappersavveckling och T2S inkom svar från tre CSD:er. En synpunkt som framförs är att svenska kronor på T2S skulle möjliggöra att fler CSD:er skulle kunna avveckla svenska värdepapper i centralbankspengar. I ett av svaren noteras att det finns en hög grad av komplexitet i beslutet. En annan synpunkt som framförs är att det finns en oklarhet kring hur kostnader relaterade till eventuella utvecklingsbehov för den svenska kronan skulle fördelas, det vill säga om de skulle fördelas på samtliga av T2S deltagare eller enbart på de aktörer som avvecklar i svenska kronor. Därtill lyfts att strukturen för beslut och rättigheter skulle kunna begränsa utvecklingen av det finansiella infrastruktursystemets tjänster och att utvecklingen generellt sett kan vara mer svårhanterad ju fler deltagare som använder en plattform eller ett infrastruktursystem.

6.1.2 CSD - deltagare och emittenter

En användning av T2S skulle påverka samtliga av CSD:ns deltagare. ES har cirka 40 deltagare, både svenska och utländska. Det är såväl banker som finansiella infrastrukturföretag, exempelvis CCP:er, som deltar i avvecklingen och som är så kallade kontoförande institut. Ungefär en tredjedel av dessa deltar också i rollen som likvidbank, vilket innebär att de även är deltagare i RIX. Även Riksbanken är deltagare i ES. Riksbanken deltar, genom Avdelningen för Marknader, i avvecklingen. Riksbanken är också kontoförande institut och har värdepapperskonton för de institut som pantsätter värdepapper som säkerhet för kredit i RIX.

CSD:ns deltagare behöver anpassa sina system och processer till de förändringar som skulle göras från ES sida. De behöver också bygga gränssnitt till T2S-plattformen, ifall de vill ha en direkt anslutning för meddelandeöverföring mot T2S. Förändringarna innebär därmed investeringar och omställningskostnader för deltagarna. En stor del av de investeringar och förändringar som skulle krävas för att använda T2S uppstår dock redan som ett led i implementeringen av den svenska marknadens harmoniseringsplan och är oberoende av den svenska marknadens eventuella användning av T2S.

Kostnadsargumentet som förts fram som en invändning mot T2S, vad gäller stora investeringskostnader, är därmed inte fullt ut applicerbart på ett resonemang om T2S eftersom dessa kostnader till stor del uppstår oavsett.

Det är emellertid tydligt i svaren på Riksbankens remiss att ES deltagare har en oro för att de löpande kostnaderna kommer att öka om T2S används för avveckling av svenska värdepapper. Huruvida så blir fallet är, som nämnts, mestadels beroende av ES anpassning och omställning av sin verksamhet. ES deltagares engagemang i ett

potentiellt T2S-analysarbete är betydelsefullt för att den lösning som väljs ska bli effektiv.

T2S lösning för hantering av likviditet och för intradagskredit uppfattas mycket positivt. Lösningarna är effektiva och snarlika vad som tillämpas av ES och Riksbanken i ES system sedan många år. Om flera CSD:er skulle avveckla svenska värdepapper på T2S skulle marknadsdeltagarna enbart behöva ett likvidkonto på T2S för att kunna använda de CSD:er som avvecklar i svenska kronor. T2S ger alltså möjlighet för deltagarna att samla likviditeten på ett konto för varje valuta, på deltagarens så kallade Dedicated Cash Account (DCA). Det inte möjligt att hålla likviditet i olika valutor på ett och samma DCA-konto på T2S-plattformen; det krävs separata DCA för respektive valuta. Effektiviseringsvinsterna som uppstår genom att likviditeten inte splittras mellan olika CSD:er är alltså än så länge mest framträdande för euro-marknaderna samt deltagare som är aktiva på flera olika marknader, vilket ett par respondenter lyft fram i sina remissvar. För de deltagare som enbart är aktiva på den svenska marknaden och inte har intentionen att använda flera CSD:er som avvecklar i svenska kronor, även om alternativet skulle finnas, blir effektiviteten i likviditetshanteringen oförändrad jämfört med idag.

En av de förändringar T2S skulle medföra är en harmonisering av öppettider och drifttider mellan Sverige och övriga Europa med resultatet att öppettiderna för värdepappersavveckling blir längre. Det skulle kunna förbättra avvecklingsgraden för svenska värdepapper. Det skulle dock kräva anpassningar från deltagarna i deras rutiner och system. Harmonisering av öppettider och drifttider är något flera respondenter lyft i remissvaren som angeläget eftersom det leder till kostnadseffektivitet, minimerar risk och skapar skalbarhet. Det är därmed en påverkan i positiv riktning för CSD:ns deltagare. För de mindre deltagarna kan det emellertid medföra merkostnader i termer av resurskostnader, vilket en aktör lyft fram. Även emittenter, vars värdepapper är emitterade via ES, skulle påverkas som en följd av att avvecklingsdagen börjar vid en annan tidpunkt än idag, det vill säga redan på kvällen på den bankdag som föregår likviddagen. Vid bolagshändelser, som till exempel vid förfall av obligationer, måste likviditet finnas tillhanda vid den tidpunkten.

T2S skulle kunna medföra att deltagare som är aktiva på flera marknader kan få det lättare att hantera värdepapper som de använder som säkerheter, i och med att värdepapperskonton för flera CSD:er finns på samma plattform. Det kan leda till effektiviseringsvinster för dem. Genom att det är längre öppettider på T2S och att det därmed går att göra DvP- och FoP-transaktioner (Free-of-Payment-transaktioner) under fler av dygnets timmar ökar möjligheterna att flytta säkerheter.

Aktörer som skulle ha en direkt anslutning för meddelandeöverföring till och från T2S, så kallade Directly Connected Participants (DCP:s), skulle få en enhetlig meddelandehantering mot CSD:er och centralbanker som använder sig av T2S.⁵⁶ Det skulle innebära lägre kostnader, både löpande och för nyutveckling, även om initiala omställningskostnader skulle uppstå. Det medför därtill minskade operationella risker eftersom det inte krävs specifika anpassningar till respektive CSD eller centralbank, utan istället blir ett enhetligt sätt att kommunicera med samtliga parter.

⁵⁶ DCP:er är kunder till antingen värdepapperscentralen eller centralbanken och kan till exempel vara CCP:er.

Av de aktörer som svarade på Riksbankens T2S-remiss är ungefär en tredjedel negativa till T2S, framför allt för att de inte anser att fördelarna med T2S är tillräckligt tydliga. Ytterligare en tredjedel är neutrala eller avvaktande. För dessa anses osäkerheten kring kostnaderna, i jämförelse med nyttan, för T2S vara en viktig faktor. Strax under en tredjedel är positiva till T2S. För dessa är de främsta argumenten effektivisering och skalfördelar. De som är positivt inställda till T2S har redan verksamhet på T2S, i olika omfattning.

Deltagarna hos eventuella tillkommande CSD:er som avvecklar i SEK skulle, för att kunna avveckla svenska värdepapper i centralbankspengar, behöva bli medlemmar i RIX eller anlita en agentbank, det vill säga avtala med en RIX-deltagare om att använda dess T2S-likvidkonto för avveckling av värdepapper. Eftersom Riksbanken godtar utländska finansinstitut (icke-inhemska kreditinstitut, clearingorganisationer, centrala motparter, CSD:er och värdepappersbolag) som deltagare finns det möjligheter för dessa att bli deltagare direkt i RIX.

6.1.3 Övriga intressenter

De slutliga intressenterna vid initiativ som syftar till att förbättra effektiviteten i värdepappersmarknadens processer är emittenter och investerare, eftersom syftet är att förbättra förutsättningarna för en effektiv kapitalmarknad. I svaret på Riksbankens remiss har en aktör lyft att tillgång till en större europeisk investerar- och emittentbas kommer att bli allt viktigare de kommande 5-10 åren. T2S skulle kunna förbättra åtkomligheten till svenska värdepapper för utländska investerare, samtidigt som svenska investerare skulle kunna få förbättrad åtkomlighet till utländska värdepapper, framför allt i euro. I dagsläget behövs ofta en eller flera depåbanker (intermediärer) för att en aktör ska kunna hantera utländska värdepapper. Det ska dock nämnas att marknadens harmoniseringsplan till stor del kommer att underlätta hanteringen av svenska värdepapper för utländska investerare och vice versa för svenska investerare.

Ett mål för T2S är att investerare ska kunna ha tillgänglighet till en mer diversifierad portfolio av obligationer och aktier, medan emittenter ska kunna ha åtkomst till en mer diversifierad investerarbas.

Om ES skulle avtala med Eurosystemet om att använda T2S skulle det arrangemanget ingå i Finansinspektionens tillsyn över ES, varför de är ytterligare en intressent.

6.2 Inflytande för CSD och CSD-deltagare

Eurosystemets struktur för styrning och inflytande skiljer sig av naturliga anledningar från den struktur som ES använder. I dagsläget fungerar ES User Committee (UC) som ett forum som samlar CSD:ns deltagare och emittenter. UC ger oberoende råd till ES styrelse i olika frågor som har påverkan på CSD:ns deltagare. Det handlar bland annat om frågor som rör kriterier för deltagare och emittenter, CSD:ns tjänsteutbud samt översyn och/eller tester av CSD:ns processer.

Genom ES UC har deltagarna och emittenterna en direktkanal till styrande nivå hos CSD:n. Denna kanal skulle kvarstå i ett T2S-scenariom kompletteras med Eurosystemets forum för inflytande. I T2S struktur för inflytande fungerar så kallade National Stakeholder Groups (NSG:s) som en länk mellan de lokala marknadernas intressenter och forumet Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and

Collateral (AMI-SeCo). NSG:erna fungerar som rådgivande organ vad gäller frågor som utveckling, implementering och drift på T2S. Den svenska NSG:n återetablerades i juni 2021 och samlar en bredare krets av marknadsaktörer än de som för närvarande deltar i ES UC.⁵⁷

AMI-SeCo kopplar samman marknadsdeltagare och eurosystelet för att främja en aktiv dialog vad gäller avveckling av värdepapper. AMI-SeCo rapporterar till MIB som hanterar den dagliga driften av T2S samt knyter samman olika T2S-intressenter.

För CSD:er som är deltagare på T2S finns gruppen CSD Steering Group (CSG) som samlar deltagande CSD:er och ger dem möjlighet att ge råd, eller komma överens, om lösningar i olika frågor rörande T2S. Här kan CSD:erna lyfta sina deltagares synpunkter. Under CSG finns ett antal undergrupper av mer teknisk karaktär.

En stor skillnad med T2S struktur från den nuvarande strukturen för ES deltagare är att deltagarna blir ett fåtal i en större samling deltagare. Därtill skulle det vara fler steg mellan deltagarna och den beslutande nivån än idag då deltagarna genom UC har mer av en direktkontakt med CSD:ns styrelse. Det är dock viktigt att hålla i minnet att de avvecklingsprocesser som tillämpas på T2S är standardiserade, vilket i stor utsträckning får antas vara i linje med den svenska marknadens behov.

I svaren på Riksbankens T2S-remiss framgår det att intressenterna har en viss oro för att deras inflytande skulle minska om avvecklingen sker på T2S istället för hos ES. Bland annat lyfts det fram att direktkontakten till den aktör som genomför avvecklingen försvinner. Därtill anses det finnas en risk för att nyutveckling kan ta längre tid än i dagsläget, eftersom det är en längre beslutstrappa.

⁵⁷ Den svenska NSG:ns fokus är för närvarande implementeringen av den svenska marknadens harmoniseringsplan.

7 Överväganden

Utredningens uppdrag är att utreda huruvida förberedande arbete för att ansluta den svenska kronan till T2S bör inledas eller inte, med utgångspunkt i att det framöver ska vara möjligt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD på ett sätt som är stabilt, säkert och effektivt.

T2S i sig skulle inte innebära ett skifte från ett finansiellt system där alla aktörer och systemleverantörer är svenska till ett finansiellt system med en kombination av svenska och utländska aktörer och systemleverantörer. Ett sådant skifte har redan skett gradvis under många års tid. Skiftet handlar istället till större delen om att söka stordriftsfördelar samt att även använda system och leverantörer i offentlig regi. Den svenska marknaden, som en liten öppen ekonomi, ska inte stå utanför de större marknaderna, allt eftersom världen blir mer globaliserad. En hög grad av integration med omvärlden gör det lättare för den svenska marknaden att utvecklas i samma takt som omvärlden, där nya processer och standarder tillkommer kontinuerligt. Det gör också att den svenska marknaden och dess aktörer kan dra större nytta av EU:s inre marknad och de fördelar som följer av den.

7.1 Avvägning mellan inflytande och effektivitet

T2S medför en avvägning mellan å ena sidan graden av kontroll och inflytande för Riksbanken, för CSD:er och för deras deltagare och å andra sidan den svenska marknadens effektivitet.

Inflytande och kontroll för Riksbanken, för CSD:n och dess deltagare

Utredningens översiktliga legala analys av T2S-CPA har identifierat ett antal områden som rör frågor kopplat till fördelningen av ansvar mellan parterna. Dessa områden bör analyseras ytterligare inför en eventuell avtalsförhandling. Det är samma områden som identifierades redan vid analysen 2011, samt i viss utsträckning för TIPS.

Eurosystemet har den slutliga bestämmanderätten över T2S. Med T2S skulle inflytande utövas genom att Riksbanken tillsammans med andra centralbanker deltar i arbetsgrupper, kommittéer och gemensamma beslutande organ i frågor som rör T2S utveckling. Riksbanken skulle bara vara en centralbank bland många vilket innebär mindre inflytande än i en bilateral situation (som med ES). Bedömningen är dock att det till stora delar kan vägas upp av att de andra centralbankerna har liknande mål som Riksbanken för sina avvecklingstjänster vad gäller exempelvis säkerhet och effektivitet.

I T2S-CPA:t görs det tydligt att den nationella centralbanken har den fulla kontrollen över så kallade Dedicated Cash Accounts, DCA:s, i sin valuta. Det är viktigt för Riksbankens del eftersom Riksbanken behåller ansvaret för hanteringen av riksbankskonton gentemot sina deltagare även vid en utkontraktering av konton till T2S.

Även om T2S funktionalitet i nuläget ser ut att motsvara Riksbankens behov kan det inte helt uteslutas att T2S framöver skulle förändras i en riktning som inte är acceptabel för Riksbanken. Då Riksbanken inte skulle kunna hindra det återstår att säga upp avtalet.

Om ett avtal med Eurosystemet avseende T2S sägs upp får det omfattande konsekvenser. Processen att återta värdepappersavveckling i svenska kronor till en, eller flera, värdepapperscentraler som inte längre kan utföra avvecklingen på T2S är en

tidskrävande och kostsam process, inte enbart för Riksbanken utan även för den svenska marknaden och de aktörer vilka är knutna till T2S. Denna inlåsnings effekt i termer av kostnad och tid bör vägas in i ett beslut om att tillhandahålla svenska kronor för värdepappersavveckling på T2S.

Ur Riksbankens perspektiv är det viktigt att en T2S-användning inte skulle introducera någon begränsning avseende vilket system för stora betalningar eller vilket säkerhetshanteringsystem som Riksbanken använder. Utredningen har i sin övergripande analys inte identifierat några sådana beroenden.

Marknadens parter lyfte i svaren på T2S-remissen fram en oro för minskat inflytande för CSD:n och dess användare i utvecklingsfrågor om T2S används. Även de skulle i ett T2S-scenario utöva inflytande genom arbetsgrupper och rådgivande kommittéer, vilket uppfattas som att inflytandet minskar. Marknadens parter skulle även i ett T2S-scenario fortsatt utöva inflytande i relation till ES genom ES egen User Committee. Mot bakgrund av att T2S funktionalitet är begränsad till värdepappersavveckling och att den svenska marknaden oavsett T2S kommer att införa standardiserade processer för värdepappersområdet (post trade) är bedömningen ändå att den utveckling av funktionalitet som kan komma i fråga på T2S kommer att vara aktuell även för svenskt vidkommande.

T2S ger ökade möjligheter avseende marknadens effektivitet

Effektiviteten i den gränsöverskridande värdepappersavvecklingen i svenska värdepapper kommer att förbättras genom det omfattande harmoniseringsarbete som nu har inletts i värdepappersmarknadens post trade-segment och som beräknas pågå till 2028, oavsett om T2S därefter används för värdepappersavveckling eller inte. Harmoniseringsarbetet är en förutsättning för att den svenska marknaden ska kunna använda T2S, men det leder inte i sig till att Riksbanken kan tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD på ett sätt som är stabilt, säkert och effektivt. Genom harmoniseringsarbetet kommer även en stor del av de investeringskostnader som är förknippade med att använda T2S för värdepappersavveckling att materialiseras.

Såväl ur effektivitetsperspektiv som ur harmoniseringsperspektiv finns skäl som talar för T2S. T2S kan på flera vis utgöra en effektiv lösning för värdepappersavveckling i centralbankspengar i svenska kronor. Bland annat ger det förutsättningar för kostnadseffektivitet i form av stordriftsfördelar, eftersom det är ett relativt stort antal deltagare som delar på kostnaderna för drift, utveckling och säkerhet. I sin tur kan dessa kostnadsbesparingar överföras till de slutliga intressenterna, det vill säga investerare och emittenter. De möjliga stordriftsfördelarna med T2S har emellertid än så länge inte materialiserats i den mån som var målsättningen från början. Antalet avvecklingstransaktioner utvecklades inte som prognosticerat. Med eventuella tillkommande volymer från Euroclear Bank och ytterligare CSD:er finns det förutsättningar för volymökningar och därmed kostnadsminskningar. Om svenska volymer skulle tillkomma bidrar det ytterligare till ekvationen.

Med T2S standardiserade processer och meddelandeformat är det effektivt för deltagare som befinner sig på flera marknader, eller som vill ge sig in på en annan marknad, eftersom de då inte behöver göra anpassningar i sina system för den lokala värdepappersavvecklingen.

T2S lösningar för hantering av likviditet och för intradagskredit är effektiva och snarlika vad som tillämpas av Euroclear Sweden och Riksbanken i Euroclear Sweden:s system sedan många år. Lösningarna har starkt stöd i marknaden. Därutöver innebär T2S att en RIX-deltagare får en effektiv likviditetshantering, då likviditet i svenska kronor för värdepappersavveckling kan hållas samlat på ett enda konto, även om det framöver är flera värdepapperscentraler som avvecklar i svenska kronor.

T2S skulle medföra en harmonisering av öppettider och drifttider mellan Sverige och övriga Europa. T2S skulle också innebära att öppettiderna för värdepappersavveckling blir längre. En längre avvecklingsdag kan bidra till en högre avvecklingsgrad och därmed vara positivt för effektiviteten i värdepappersavvecklingen.

T2S möjliggör därtill att likviditet och värdepapper hålls samlade på en och samma plattform, även för aktörer som använder fler än en CSD. Fördelarna kopplade till samlad likviditet och samlade värdepapper är emellertid mindre utmärkande för icke-euroländer än euroländer. För mindre aktörer, som generellt sett har en mer nationell verksamhet, blir effektiviteten i likviditetshanteringen oförändrad jämfört med idag.

För effektivitetsperspektivet är dock en central aspekt hur en eventuell T2S-användning skulle implementeras av ES (se avsnitt 6.1.1). Om Riksbanken skulle välja att framöver tillhandahålla centralbankspengar genom att utkontraktera riksbankskonton till T2S så innebär det att den svenska CSD:n också behöver ingå avtal med Eurosystemet om att använda T2S för värdepappersavveckling, för att ersätta det arrangemang med utkontrakterade riksbankskonton för likviditet och intradagskredit som finns mellan Riksbanken och ES sedan många år. Hur CSD:n skulle gå till väga i anpassningar av sitt system och sina tjänster till T2S har stor betydelse för hur kostnadseffektiv den slutliga lösningen skulle bli. Om CSD:n inte minskar sin kostnadsmassa tillräckligt mycket i och med en utkontraktering och avgifterna från T2S tillkommer ovanpå CSD:ns kostnader, blir kostnadsbesparingarna för deltagarna troligtvis små, eller så skulle det till och med kunna bli dyrare med T2S än nuvarande lösning. Sammantaget finns än så länge en osäkerhet om hur utfallet skulle bli beträffande CSD:ns framtida lösning och kostnader.

Vad gäller harmonisering skulle T2S innebära att den svenska marknaden kontinuerligt använder samma processer och standarder för värdepappersavvecklingen som de flesta övriga europeiska marknader. På så vis kan T2S ses som en komponent i en framtidssäkring av harmoniseringen av den svenska finansiella post trade infrastrukturen för värdepapper.

Det finansiella systemets stabilitet bedöms vara opåverkad

Vid tidigare utredningar av T2S (2011 respektive 2015) har bedömningen varit att T2S varken skulle ha en positiv eller negativ effekt på den finansiella stabiliteten på den svenska marknaden. Avvecklingsdagen på T2S är dock väsentligt längre än vad den för närvarande är i Sverige. Det är positivt för den finansiella stabiliteten eftersom värdepapper som används som säkerheter kan flyttas under fler av dygnets timmar. För mindre aktörer kan längre avvecklingsdagar emellertid bli kostsamt om det kräver fler resurser och nyttan av en längre avvecklingsdag kanske inte väger upp kostnadsökningen.

Eurosystemet har för T2S omfattande resurser till sitt förfogande vad gäller cybersäkerhet, kontinuitetslösningar, utveckling och drift vilket också gynnar den finansiella stabiliteten.

T2S skulle dock bidra till ett visst lager av komplexitet eftersom ES deltagare skulle kommunicera med ES som i sin tur kommunicerar med T2S-plattformen, som en följd av utkontraktering. Det skulle kunna leda till viss ökning av operativa risker för ES och därmed deras deltagare.

Vissa större ES-deltagare skulle dock troligen välja att ha en direkt kommunikation mot T2S. Det är ett exempel på standardisering som kan bli möjlig för enskilda deltagare, som är aktiva på flera marknader, och där T2S kan medföra minskad operativ risk vilket är positivt för finansiell stabilitet.

Sammantaget drar utredningen slutsatsen att T2S i dagsläget inte skulle ha någon större påverkan på den finansiella stabiliteten, i endera riktningen.

Cybersäkerhet och kontinuitet är viktiga områden

Kontinuitetshantering är ett centralt område för att upprätthålla tillgängligheten i avvecklingstjänster. Kontinuitetshandlingen kring T2S behöver säkerställa att tjänsten upprätthålls oavsett incidenter och/eller avbrott. Möjligheten att utveckla eller förvalta befintliga Riksbanksanpassade kontinuitetslösningar kan påverkas av en användning av T2S. Då Eurosystemet behöver beakta behoven för många länder kan det göra det svårare att anpassa lösningar för de krav som gäller för Riksbankens kontinuitetsplanering.

Beträffande säkerhetsskydd har utredningen genomfört en så kallad kritikalitetsanalys av T2S, vilket är ett första steget inför en säkerhetsskyddsanalys. Utredningen har även lämnat viss bakgrundsinformation till Säkerhetspolisen om värdepappersavveckling och T2S. De bedömningar som gjorts i Riksbankens förstudie avseende framtida RTGS och T2, vilken bedrivits parallellt med denna utredning, är dock sannolikt även tillämpliga avseende T2S. Riksbankskonton på T2S skulle vara en RIX-tjänst och Eurosystemets tekniska infrastruktur kommer att vara densamma för T2 och T2S efter 2023. Inte desto mindre behöver en säkerhetsskyddsanalys och lämplighetsbedömning genomföras särskilt för T2S, om ett inriktningsbeslut om T2S skulle fattas. En sådan analys behöver även ta ställning till möjliga reservlösningar.

Beträffande cybersäkerhet är bedömningen att större och mer resursstarka centralbanker generellt sett har betydligt större möjligheter än mindre centralbanker att uppfylla och överträffa krav i riktlinjer och vägledningar för cybersäkerhet.

7.2 Konkurrensneutral lösning möjlig med T2S

I valet av lösning är det också viktigt att beakta att RIX-tjänsterna ska kunna tillhandahållas på ett konkurrensneutralt sätt. Alternativet att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD via T2S ger samma förutsättningar för CSD:er som vill kunna genomföra värdepappersavveckling i svenska kronor, i centralbankspengar.

Övriga alternativ innebär sannolikt sämre effektivitet för CSD:ernas deltagare i termer av att likviditet splittras och på grund av skillnader i cut-off tider.

Kostnaden för Riksbanken att upprätthålla multipla utläggningar av konton skulle bli högre, bland annat som en följd av att den ökade operativa risken måste hanteras. Kostnaden ska bäras av RIX-deltagarna. Sämre effektivitet och/eller högre kostnad innebär att förutsättningarna för CSD:er att kunna erbjuda konkurrenskraftiga tjänster blir olika om andra alternativ (än T2S) används.

7.3 Riksbankens möjlighet att självständigt bedriva sina övriga uppdrag

Valet av teknisk plattform för att tillhandahålla centralbankspengar till värdepappersavveckling får inte leda till begränsningar i hur Riksbanken självständigt kan bedriva sina övriga uppdrag. RIX och den eller de tekniska plattformar som används för att tillhandahålla RIX-tjänsterna är viktiga inte bara för Riksbanken i uppdraget att tillhandahålla ett betalningssystem utan även när det gäller penningpolitikens operativa implementering och för att Riksbanken ska kunna vidta åtgärder i syfte att värna finansiell stabilitet, till exempel ELA. Av T2S-CPA framgår att de nationella centralbankerna ska behålla möjligheterna att implementera sin penningpolitik och att vidta åtgärder för att främja finansiell stabilitet i sina länder.

Ett antal detaljerade frågor kvarstår att utredas vidare i en förstudie, men utredningen har gjort nedanstående bedömningar. De är i linje med de bedömningar Riksbanken gjort tidigare i dessa frågor avseende T2S.

7.3.1 Begränsar inte den operativa implementeringen av penningpolitiken

Riksbankens implementering av penningpolitiken bör inte materiellt påverkas av valet av avvecklingstjänst för värdepapper.

Ur ett funktionellt perspektiv tillhandahåller T2S tjänster som är relevanta för penningpolitikens implementering. Exempelvis kan kalendern för den svenska kronan på T2S anpassas efter svenska bankdagar. Avvecklingstjänsterna omfattar köp och försäljningar av värdepapper mot likvid, överföringar av värdepapper utan likvid (till exempel säkerheter för kredit) samt utbetalning av räntor och inlösen av förfallna certifikat och obligationer. Avvecklingsdagen är väsentligt längre än vad den är för närvarande i ES system.

Det finns förutsättningar för Riksbanken att vid en bestämd avräkningstidpunkt, vilken kan jämföras med dagens stängning, kunna sammanräkna saldon även om dessa hålls på konton i olika tekniska system.

7.3.2 Begränsar inte uppdraget att värna finansiell stabilitet

Vad gäller Riksbanken åtaganden för att värna finansiell stabilitet handlar det om att övervaka aktörer i det finansiella systemet samt att förbereda sig för och att ge likviditetsstöd i sådana situationer där detta är påkallat.

Utredningens bedömning är att ordinarie öppettider i T2S är tillräckliga för att stödja Riksbankens åtaganden kopplat till likviditetsstöd samt att Riksbanken även vid en T2S-användning kan uppfylla sina övriga åtaganden vad gäller att främja finansiell stabilitet.

8 Vägen framåt vid ett inriktningsbeslut om att använda T2S

Processen för en nationell centralbank som vill använda T2S är fastställd i Schedule 4 till T2S-CPA:t.⁵⁸ De omfattande tester som behöver göras innan centralbanken och CSD:n ansluter till T2S regleras för centralbanker i Schedule 3 av CPA:t.

En användning av T2S skulle innebära att hela marknaden får ett stort projekt som löper under lång tid. Riksbanken behöver organisera och hantera sin del i anslutningen och CSD:n behöver göra detsamma. Det är därtill viktigt att CSD:ns deltagare inkluderas i processen och har möjlighet att göra nödvändiga förberedelser innan en migrering. Riksbanken och CSD:n måste därtill koordinera processen mellan sig, vad gäller allt från dokumentation till planering av tillvägagångssätt vid implementering och genomförande av tester. Sammantaget innebär detta att Riksbanken inte på egen hand kan styra över tidsplanen, utan den måste de olika inblandade parterna gemensamt komma överens om. Koordinering och samförstånd mellan parterna redan från början är angeläget för att minska riskerna i ett så pass komplext och långt projekt som T2S skulle innebära. Erfarenheter från andra marknadens T2S-omläggningar visar på vikten av noggrann analys och planering samt omfattande tester.

Eftersom marknaden redan kommit överens om att genomföra harmoniseringsplanen, och den därtill är nödvändig för att en T2S-anslutning ens ska vara möjlig, sätts en naturlig första möjliga tidpunkt för T2S ungefär i mitten av 2028.

Inom Riksbanken pågår parallellt med denna utredning ett arbete för att utreda vilket system, eller teknisk plattform, som Riksbanken framöver avser att använda för avveckling av stora betalningar (RIX-RTGS). Ett av de alternativ som analyseras är Eurosystemets T2. Om det alternativet skulle väljas är det förmodligen en fördel att först börja använda T2 och därefter T2S. Bakgrunden är att det redan finns etablerade gränssnitt mellan T2 och T2S. Om den omvända ordningen tillämpas behöver kopplingar först etableras mellan nuvarande RIX-RTGS och T2S, vilka sedan ersätts av T2 och dess gränssnitt mot T2S. Om Riksbanken först skulle ta T2 i bruk behöver hänsyn i sådana fall tas till att det finns arrangemang med ES som behöver stödjas från T2, fram till dess att T2S tas i bruk. Därtill har Riksbanken i sitt säkerhetshanteringssystem (QCMS) integration med ES system.

8.1 Tänkbar tidslinje och steg fram till användning av T2S

En tänkbar tidslinje för de olika steg som för Riksbankens del leder fram till användning av T2S beskrivs i korthet nedan. Parallellt pågår eventuellt också ett arbete avseende RIX-RTGS, om Riksbanken skulle välja att använda en annan leverantör än den nuvarande.

1. Efter ett positivt inriktningsbeslut om T2S hösten 2021 skulle nästa steg vara att en förstudie inleds, i vilken förberedelser inför en avtalsförhandling med Eurosystemet påbörjas. Inom ramen för förstudien finns det ett antal frågor som behöver utredas och beskrivas närmare. Förstudien utmynnar i en beslutspunkt om huruvida avtalsförhandling med Eurosystemet ska påbörjas eller inte.

⁵⁸ För värdepapperscentraler regleras processen i Schedule 2-4 till T2S Framework Agreement.

2. Förutsatt ett positivt beslut vid förstudiens beslutspunkt inleds förhandlingar om T2S-avtalet med Eurosystemet. Eurosystemet har en formaliserad så kallad onboarding process inför ett beslut om avtal. Processen och avtalsförhandlingarna utmynnar i en beslutspunkt om avtal ska ingås eller inte. Om avtal ingås kan även ett beslut fattas om start av ett implementeringsprojekt för att tillhandahålla riksbankskonton för värdepappersavveckling på T2S.
3. Om ett implementeringsprojekt inleds kommer det att pågå under ett antal år, med omfattande förberedelser från Riksbankens, CSD:ns och marknads sida. En första möjlig tidpunkt för T2S hamnar ungefär i mitten av 2028, då marknads arbete med harmoniseringsplanen beräknas vara klart.

9 Slutsats och rekommendation

Utgångspunkten för utredningen är att det framöver ska vara möjligt för Riksbanken att tillhandahålla centralbankspengar för värdepappersavveckling till mer än en CSD. Det ska ske på ett sätt som är stabilt, säkert och effektivt.

Riksbanken har möjlighet att tillhandahålla centralbankspengar till mer än en CSD utan att använda T2S (se avsnitt 4.3). Det finns emellertid flera skäl som talar för att T2S kan vara den lösning som är att föredra.

Aktörerna i det svenska finansiella systemet använder sig sedan tidigare av både svensk och utländsk finansiell infrastruktur. Den svenska värdepappersmarknaden har betydande kopplingar till utlandet. Om den svenska värdepappersmarknaden använder T2S skulle det säkerställa att den svenska marknaden inom värdepappersavveckling framöver håller jämna steg med större delen av övriga Europa. T2S är därmed ett sätt att framtidssäkra harmoniseringen av den svenska finansiella infrastrukturen för värdepapper. Det är positivt i flera bemärkelser, bland annat upprätthåller det den svenska marknads åtkomlighet och attraktivitet för utländska aktörer samtidigt som det gör europeiska marknader fortsatt åtkomliga för svenska aktörer.

Avvecklingen på T2S sker genom en så kallad integrated model och med simultan utväxling av värdepapper och pengar (DvP) mellan köpare och säljare. T2S möjliggör en effektiv hantering av likviditet för de marknadsaktörer som är deltagare i RIX och deltagare i mer än en CSD som avvecklar i svenska kronor. För de deltagare som är aktiva på flera olika marknader möjliggör T2S att de kan samla sina värdepapper och sin likviditet på en och samma plattform. Det är en kostnadseffektiv lösning eftersom de därmed inte behöver göra anpassningar i sina processer och system för olika lokala marknader. Därtill kan det minska de operationella riskerna eftersom det blir en enhetlig struktur och meddelandehantering gentemot CSD:er och centralbanker som använder T2S.

Att flera centralbanker och CSD:er använder T2S möjliggör stordriftsfördelar vad gäller drift, cybersäkerhet och vidareutveckling av standardiserad funktionalitet. Stordriftsfördelarna kommer troligen att bli ännu tydligare allt eftersom fler CSD:er och marknader ansluter till T2S. När volymerna på T2S ökar talar det för att de löpande kostnaderna för att använda T2S kommer att minska eftersom principen för prissättning på T2S är baserad på full kostnadstäckning.

Den metod som används på T2S för centralbanker att tillhandahålla intradagskredit liknar i stor utsträckning den metod som idag tillämpas i ES system. Det är en metod som både marknaden och Riksbanken anser fungera mycket väl och det är därmed positivt att den metoden används även på T2S.

Om Riksbanken framöver skulle besluta om att ingå ett så kallat Currency Participation Agreement, CPA, med Eurosystemet måste detta avtal emellertid tillgodose krav som följer av svensk säkerhetsskyddslagstiftning. Innebörden av detta behöver utredas vidare i en eventuell förstudie.

Det är därtill viktigt att säkerställa att en användning av T2S inte skulle introducera begränsningar i Riksbankens möjligheter att utföra sitt uppdrag avseende penningpolitikens implementering och uppdraget att värna finansiell stabilitet.

Utredningens slutsats är att en användning av T2S inte skulle göra detta, men det kvarstår ett antal frågor som behöver utredas vidare i en förstudie.

En övergång från värdepappersavveckling i ES system till T2S medför stora förändringar för CSD:n. Dessa förändringar är krävande, sett till investeringskostnader såväl som den tid det tar att genomföra dem. Då värdepappersavveckling är en av tre huvudtjänster som CSD:n utför innebär en uppdelning av tjänsterna på olika tekniska plattformar en högre grad av komplexitet. Det innebär att analysen av hur framtida CSD-tjänster utformas och hur omställningsarbetet kan genomföras måste inkludera alla intressenter. Resultatet av dessa förändringar är avgörande för hur effektiv den slutgiltiga lösningen blir och vilka löpande kostnader den innebär. Det är angeläget att redan från början göra rätt, eftersom det annars finns en stor risk att ineffektivitet byggs in i den slutgiltiga lösningen. Att i efterhand åtgärda ineffektiviteten kan medföra både risker och kostnader för ES och dess deltagare.

Sammanfattningsvis kvarstår det frågor som behöver utredas vidare i en förstudie. Utredningens slutsats är emellertid, utifrån den information som finns tillgänglig i dagsläget och den analys som gjorts inom ramen för utredningen, att T2S kan vara den mest fördelaktiga lösningen för hur Riksbanken framöver tillhandahåller centralbankspengar för värdepappersavveckling. En förutsättning är att de krav som följer av svensk säkerhetsskyddslagstiftning kan tillgodoses.

9.1 Rekommendation

Utredningens rekommendation är att:

Direktionen beslutar att:

- inriktningen för hur Riksbanken framöver gör svenska kronor tillgängliga vid värdepappersavveckling är att använda TARGET2-Securities, T2S,
- ett underlag ska tas fram för beslut om huruvida Riksbanken ska inleda avtalsförhandlingar med Eurosystemet om ett så kallat T2S Currency Participation Agreement (CPA),
- underlaget särskilt ska beakta tillämpningen av svensk säkerhetsskyddslagstiftning,
- avdelningschefen för Avdelningen för betalningar får i uppdrag att ta fram underlaget i samarbete med berörda avdelningar, där det första steget i uppdraget är att presentera en tids- och aktivitetsplan för arbetet under Q4 2021.